



POINT DE CONJONCTURE

INSTITUT NATIONAL D'ANALYSE DE LA CONJONCTURE

N°27-OCTOBRE 2014

APERÇU DES TENDANCES CONJONCTURELLES

L'économie nationale aurait affiché, au troisième trimestre 2014, une croissance estimée à 2,6%, en glissement annuel, au lieu de 2,3% au trimestre précédent. Cette légère accélération serait attribuable à une amélioration de 3,3% des activités non-agricoles, au lieu de 3,1% un trimestre auparavant, tirée particulièrement par les secteurs tertiaires. Les activités agricoles seraient, par contre, restées peu dynamiques par rapport à l'année précédente, marquant une baisse de 2,2%. Avec une hausse de 3,5% des activités hors agriculture et compte tenu d'une baisse de 2,4% de la valeur ajoutée agricole, la croissance économique nationale serait, au quatrième trimestre 2014, de 2,8%.

Amélioration des échanges extérieurs au troisième trimestre 2014...

Le climat des affaires au niveau des économies avancées serait resté globalement favorable, au troisième trimestre 2014, malgré une modération de l'activité en

zone euro. Le commerce mondial aurait évolué positivement sans s'accélérer fortement. Dans ce contexte, la **demande mondiale** adressée au Maroc aurait progressé à un rythme légèrement inférieur à celui du deuxième trimestre, pour avoisiner les 3%, en glissement annuel.

Au niveau national, **les exportations** de biens, en hausse estimée à 4,5%, au troisième trimestre 2014, auraient quelque peu tiré profit de l'orientation positive de la demande étrangère adressée, notamment, aux industries automobile et électronique, aux produits alimentaires (agrumes, légumes et conserves de poissons) et aux dérivés de phosphate. Quant aux **importations**, et malgré la hausse des acquisitions de blé et des produits bruts, elles auraient enregistré un repli de 3,1%, en glissement annuel, après une hausse de 2,6% réalisée un trimestre plus tôt. Ce revirement de tendance aurait résulté du recul des importations de biens d'équipement (voitures industrielles, machines et appareils divers) et de produits énergétiques (pétrole brut, gasoil et fuel), dans un contexte d'apaisement des cours mondiaux du pétrole. Cette situation se serait traduite par un allègement du déficit commercial et une hausse du taux de couverture estimée à 3,7 points, pour se situer à environ 51,3%.

... et léger raffermissement de la demande intérieure

La **demande intérieure** aurait continué de soutenir la croissance nationale, au troisième trimestre 2014, profitant d'une hausse de 6,1% des revenus extérieurs et d'une modération des prix à la consommation, dont l'évolution se serait établie aux environs de 0,2%. La consommation des ménages aurait, ainsi, progressé de 3,1%, en glissement annuel, après +2,7% un trimestre auparavant. Cette augmentation de la demande aurait, particulièrement, profité aux importations de produits manufacturés, dont la hausse

SOMMAIRE

1	Aperçu des tendances conjoncturelles
5	Environnement international
7	Activités sectorielles
15	Demande intérieure
16	Prix
17	Emploi et chômage
18	Échanges extérieurs
20	Finances Publiques
21	Financement de l'économie
26	Signes et abréviations
27	موجز حول الظرفية الاقتصادية

aurait atteint environ 7,5%, en glissement annuel. Les crédits à la consommation auraient, pour leur part, progressé de 7,8% à fin août, au lieu d'une baisse de 1,2% à fin juin.

Pour sa part, l'investissement productif aurait crû de 0,6%, au troisième trimestre 2014, après avoir baissé de 0,7% un trimestre auparavant, pâtissant du ralentissement persistant des investissements en bâtiment et travaux publics. Une baisse de 8,7% des ventes de ciment serait anticipée parallèlement à un repli de 7,7% du flux des crédits accordés aux promoteurs, à fin août 2014. L'évolution de l'investissement en produits industriels aurait, quant à elle, légèrement repris, l'encours des crédits à l'équipement aurait enregistré une hausse de 4,2% à fin août, en glissement annuel.

Amélioration progressive du rythme de croissance des activités non-agricoles...

Les activités **hors agriculture** se seraient affermies, au troisième trimestre 2014, d'environ 3,3%, en glissement annuel, au lieu de +2,1% et +3,1% réalisées, respectivement, aux premier et deuxième trimestres. Cette légère accélération du rythme de croissance aurait été attribuable au secteur tertiaire dont la contribution à la croissance globale du PIB aurait atteint 1,9 point, au lieu de 1,7 point un trimestre plus tôt. La valeur ajoutée des communications se serait accrue de 8,9%, en glissement annuel. Celle de l'hébergement et de la restauration aurait réalisé une croissance estimée à 4,1%, en variation annuelle, après +3,9% un trimestre plus tôt. Cette évolution aurait été favorisée par une hausse de 4,4% des arrivées des étrangers, en glissement annuel.

Les secteurs secondaires auraient, quant à eux, contribué pour 0,5 point à la croissance du PIB, soit le même niveau qu'au trimestre précédent. Le rythme de croissance de la valeur ajoutée **industrielle hors raffinage** se serait légèrement redressé, pour se situer à environ +2,1%, au troisième trimestre 2014, après +1,3% un trimestre auparavant. Ce léger redressement incomberait à une amélioration de 4,1% des industries agroalimentaires et à une hausse de 2,9% de celles des IMME, portées par une demande extérieure relativement dynamique, notamment pour les produits électroniques et de l'automobile. Les autres industries auraient, quant à elles, réalisé de faibles performances. La valeur ajoutée des industries de « textile et cuir » aurait crû d'environ 0,7%, profitant d'un léger redressement des exportations, particulièrement des vêtements confectionnés et de la chaussure. Les autres industries auraient quasiment stagné, subissant les effets des industries liées au bâtiment. Globalement, le secteur industriel aurait évolué en dessous de sa moyenne de long terme et ne semble pas encore retrouver le chemin d'une croissance robuste.

A l'inverse, la valeur ajoutée **énergétique** aurait sensiblement ralenti au troisième trimestre 2014, affichant une hausse de 2,8%, en variation annuelle, contre 5% un trimestre auparavant. Cette décélération du rythme de croissance aurait, principalement, concerné la production de la branche électrique, du fait notamment de la forte contraction des activités des centrales hydrauliques et thermiques à base de carburants. A noter, à cet effet, que l'utilisation du fuel dans la production électrique aurait reculé de plus de la moitié et celle du gasoil de près de 30,5%, au troisième trimestre, en comparaison avec la même période une année plus tôt. L'essentiel de la production électrique aurait été assuré par une hausse de la production des unités concessionnelles.

L'activité **minière** aurait, également, progressé modérément au troisième trimestre 2014, affichant une hausse de 3,8%, après avoir enregistré des hausses respectives de 6,4% et 6,8%, en variations annuelles, au cours des premier et deuxième trimestres. Cette modération aurait principalement marqué la production du phosphate brut, dont le rythme de progression serait passé à 3,4%, au troisième trimestre, contre 7% un trimestre auparavant. Le rééquilibrage de la demande des fertilisants des pays de l'Amérique Latine et des Etats-Unis, après la forte augmentation de leurs importations au cours de la première moitié de 2014 et la récente détente des prix des cultures, aurait pesé sur les volumes exportés, tant en engrais qu'en phosphate brut. Ce dernier aurait vu son rythme de croissance s'infléchir à +2,1%, à fin août, en variation annuelle, au lieu de +6% à fin juin 2014.

Le ralentissement de l'activité de la **construction** se serait poursuivi, au troisième trimestre 2014, et la valeur ajoutée du secteur aurait fléchi de 0,8%, en glissement annuel, après une légère progression de 0,2% un trimestre auparavant. Cette tendance à la baisse aurait été relevée au niveau de la demande adressée aux matériaux de construction, notamment le ciment dont les ventes se seraient infléchies de 8,7%, en glissement annuel. La demande globale adressée au secteur aurait été, également, atone, puisque le flux des crédits aux promoteurs aurait baissé de 7,7%, à fin août 2014, au lieu de -3,2% au premier semestre.

La valeur ajoutée **agricole** aurait, quant à elle, continué de se replier au troisième trimestre 2014, affichant une régression de 2,2%, en variation annuelle. Cette diminution traduit une inflexion à la baisse de la production végétale et une modération des activités d'élevage. Pour rappel, la campagne agricole 2013/2014 a été marquée par des conditions climatiques relativement sèches, avec un déficit pluviométrique atteignant 27% par rapport à une saison normale. Les effets de ce déficit auraient été principalement perceptibles au niveau des cultures d'hiver et de cer-

taines cultures industrielles, où une forte contraction des superficies semées aurait été enregistrée. Les autres productions végétales, notamment les agrumes et les oléagineuses auraient connu un sensible mouvement de croissance, contribuant, ainsi, à limiter le fléchissement de la production agricole, notamment en comparaison avec une campagne 2012/2013 particulièrement bonne.

Globalement et compte tenu des indicateurs collectés jusqu'à fin août 2014, ainsi que de l'ensemble des estimations sectorielles établies pour le troisième trimestre 2014, la croissance économique nationale se serait établie aux environs de 2,6%, au troisième trimestre, au lieu de +2,3%, un trimestre auparavant.

Léger redressement des prix à la consommation

Au troisième trimestre 2014, **l'inflation** aurait légèrement accéléré, malgré la baisse de 2,2% des prix des produits alimentaires, notamment frais. La progression des prix à la consommation aurait, ainsi, atteint +0,2% en glissement annuel, après une croissance quasiment nulle au deuxième trimestre. Ce seraient les produits non-alimentaires qui auraient été responsables de l'augmentation des prix d'ensemble, avec une progression de +2,1%, au lieu de +1,3%, au trimestre précédent. La remontée des prix de l'électricité et de l'eau, au mois d'août, aurait affecté significativement les prix des services et de l'énergie. L'inflation sous-jacente, qui exclut les produits frais et l'énergie, aurait, par contre, connu une légère hausse de son rythme de croissance, par rapport au trimestre précédent, affichant une hausse de 1,3%, en glissement annuel, au lieu de 1,2%, un trimestre auparavant.

Léger repli du déficit budgétaire

L'exécution du **budget 2014** décèle une légère amélioration des comptes de l'Etat. Toutefois, les pressions se seraient maintenues, comme en témoigne la situation nettement déficitaire des soldes primaire et global. A fin août 2014, les recettes ordinaires auraient évolué en hausse de 1,3% en glissement annuel, alors que les charges auraient diminué de 3,3%, sous l'effet de la baisse des dépenses de compensation. Le solde primaire, toujours déficitaire, se serait allégé de 38,1%. De même, le déficit global se serait réduit de 8,4%, s'élevant à -42,4 milliards de dh sur les huit premiers mois de l'année 2014. Suite à ce recul du déficit budgétaire, l'endettement du Trésor aurait ralenti. La dette intérieure se serait accrue de 1,9%, depuis janvier 2014.

Décélération de la masse monétaire et du crédit au troisième trimestre

Le déficit de la **liquidité** des banques se serait légèrement accru au troisième trimestre 2014. Malgré des

injections de liquidité opérées par le Trésor, le volume n'aurait pas pu absorber le déficit causé par le retrait de la monnaie fiduciaire, obligeant la Banque Centrale à augmenter ses interventions pour combler l'écart.

Corrigée des effets saisonniers, la croissance de la masse monétaire aurait ralenti à +1,5% au troisième trimestre 2014, au lieu de +2,1% un trimestre plus tôt. Elle se situerait à +0,9% au quatrième trimestre, en glissements trimestriels. Parallèlement, les créances sur l'économie se seraient accrues de +0,7%, alors qu'elles augmenteraient de +1,2%, au quatrième trimestre 2014.

Pour leur part, les taux interbancaires et les taux d'intérêt des adjudications des bons du Trésor auraient légèrement reculé au troisième trimestre 2014. La Banque Centrale aurait réduit son taux directeur de 3% à 2,75%, en fin septembre, parallèlement à un ralentissement des prix à la consommation. Cette mesure serait de nature à stimuler les crédits accordés aux ménages et aux entreprises et, par conséquence, la demande intérieure.

Bon comportement du marché boursier

Le **marché des actions** aurait nettement bondi au troisième trimestre 2014. La reprise cyclique se serait confirmée et les principaux indicateurs boursiers se seraient remarquablement redressés. Le marché aurait réagi positivement aux anticipations et aux résultats comptables semestriels des sociétés cotées. Ces résultats auraient indiqué, globalement, une amélioration de leurs activités commerciales et de leurs bénéfices semestriels. Les indices MASI et MADEX auraient progressé de 9,3% et 9,9% respectivement, en glissements trimestriels, au troisième trimestre 2014, après des corrections à la baisse de -3,1% et -3,2% un trimestre plus tôt. Les gains cumulés depuis le début de l'année se seraient élevés à +10,6% et +11,3%, respectivement, pour les deux indices. Le volume des transactions aurait augmenté de 109,7% en glissement annuel, ce qui témoigne de la reprise progressive de la confiance de l'investissement en bourse. Pour sa part, la capitalisation boursière se serait appréciée de 8,9%, à la suite du rétablissement des cours des sociétés cotées.

Poursuite du redressement de la croissance au quatrième trimestre 2014

Les perspectives de croissance, pour le quatrième trimestre 2014, seraient, relativement, plus favorables qu'aux trimestres qui précèdent. Les activités hors agriculture, notamment les industries exportatrices, telles que l'électronique et l'automobile, devraient bénéficier d'une hausse d'environ 3% de la demande mondiale adressée au Maroc.

L'activité minière devrait retrouver son rythme de croissance soutenu au quatrième trimestre 2014, profitant d'un renforcement de la production du phosphate brut de près de 5,4%, en variation annuelle. Cette performance serait appuyée par une demande plus soutenue des industries locales de transformation, sur fond d'une amélioration des capacités productives locales de l'acide phosphorique et d'une relance attendue de la demande asiatique et africaine pour ce dernier.

La production énergétique devrait, également, s'accroître de 3,8%, en variation annuelle, au quatrième trimestre 2014, portée par un renforcement conjugué de la production électrique et celle du pétrole raffiné. Cette reprise serait favorisée par la baisse attendue des cours internationaux du charbon et du pétrole brut, de nature à réduire les coûts des consommations intermédiaires, dans le contexte d'une poursuite de la modération de la demande énergétique locale.

Globalement, sous l'hypothèse d'une baisse de 2,4% de la valeur ajoutée agricole et d'une hausse de 3,5%

des activités hors agriculture, la croissance économique nationale devrait légèrement s'accroître, au quatrième trimestre 2014, pour se situer à +2,8%, en glissement annuel.

Pour l'ensemble de l'année 2014, la croissance serait de l'ordre de 2,4%, en comparaison avec l'année passée. Cette estimation rejoindrait pratiquement les prévisions de croissance économique pour la même année, annoncées au mois de juin 2013 par le HCP dans le cadre de son budget économique exploratoire et confirmée en janvier et juin 2014 dans les budgets économiques prévisionnel et exploratoire.

La reprise de la croissance **économique mondiale** est restée fragile et inégale, au premier semestre 2014. Au second semestre, les économies avancées devraient bénéficier des effets des politiques monétaires accommodantes, ainsi que de l'atténuation de l'assainissement budgétaire et du processus d'ajustement des bilans dans le secteur privé. L'activité au niveau de ces derniers pourrait progresser de 0,6% par trimestre au cours du second semestre 2014 avec une nuance entre, d'une part, les Etats-Unis et le Royaume Uni dont la croissance serait soutenue et, d'autre part, la zone euro et le Japon où la croissance resterait modérée. Ces évolutions devraient favoriser la demande extérieure pour les pays émergents, pour lesquels la croissance demeurerait limitée par des obstacles structurels et l'incertitude géopolitique. Toutefois, les effets de la crise en Ukraine pourraient affecter la croissance mondiale via les canaux des échanges commerciaux et financiers.

Reprise mondiale encore trébuchante

Au cours du deuxième trimestre 2014, l'activité a progressé modérément dans les économies avancées (+0,3%) comme dans les économies émergentes (+1,1%). Aux Etats-Unis, l'activité a rebondi de 1,1%, après une contraction de 0,5%, au premier trimestre, liée aux conditions météorologiques. Cette expansion reflète principalement une inversion des facteurs temporaires qui avaient pesé sur la croissance au trimestre précédent. En outre, les dépenses de consommation privée et l'investissement ont apporté une contribution positive à la croissance du PIB. A l'inverse, l'économie nipponne s'est nettement contractée, pâtissant d'un repli de la demande intérieure causé par la hausse de 3% de la TVA, au premier avril. En zone

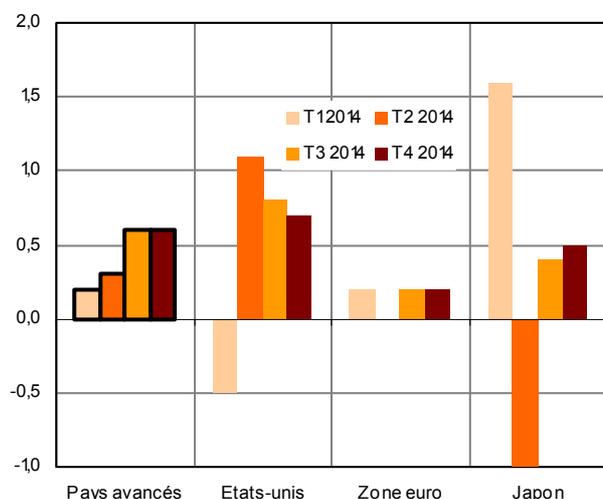
euro, l'activité a stagné au deuxième trimestre du fait d'une régression de l'investissement productif de 0,3% après quatre trimestres de croissance positive. Ainsi, la croissance a été faible dans la plupart des économies de la zone, l'activité s'étant contractée de 0,2% en Allemagne et en Italie et ayant stagné en France.

Les perspectives pour le second semestre 2014 laissent augurer une progression de l'activité plus soutenue. Dans les économies avancées, la croissance serait de 0,6% par trimestre. Aux Etats-Unis, l'activité resterait vigoureuse portée par une demande privée dynamique, alors que dans la zone euro, la croissance resterait très modérée sous l'effet des inquiétudes autour de la situation géopolitique en Europe affectant la confiance des investisseurs. Au Japon, l'activité redémarrerait lentement à mesure que les effets de la hausse de la TVA se dissiperaient.

En effet, la croissance aux Etats-Unis resterait soutenue (+0,8% et +0,7% respectivement au troisième et quatrième trimestres). Les perspectives des dépenses de consommation sont favorables grâce à la vigueur des ventes d'automobiles et une amélioration de la confiance des consommateurs, à la suite d'une baisse du chômage. Pour sa part, l'investissement continuerait de booster la croissance (+1,2% et 2,9%) profitant des conditions financières accommodantes et de la dissipation des effets défavorables de l'assainissement budgétaire passé. Les exportations, de leur côté, soutiendraient l'activité au regard de la hausse du commerce mondial et à de la dépréciation du dollar. L'activité au Japon, après avoir accusé une forte baisse au deuxième trimestre, pourrait redémarrer lentement au second semestre (+0,4% et +0,5%) avec la

Evolution du PIB dans le monde

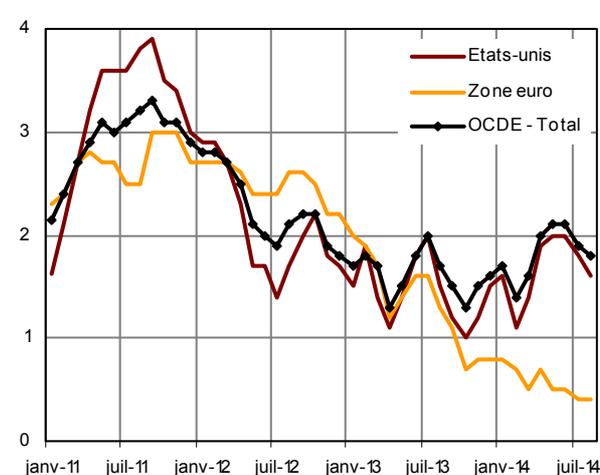
(GT en %)



Source : INSEE, octobre 2014

Evolution de l'inflation dans le monde

(Taux en %)



Source : OCDE, octobre 2014

dissipation des effets de la hausse de la TVA. En zone euro, l'activité croîtrait modérément d'ici la fin de l'année (+0,2%, par trimestre). Cette évolution serait principalement liée à une amélioration graduelle de la demande domestique. L'investissement privé redémarrerait, stimulé par l'amélioration des conditions de financement et la baisse du coût du capital. Les perspectives de consommation resteraient, également, positives, mais modérées. La reprise du marché du travail devrait être graduelle. Toutefois, des aléas baissiers pourraient pénaliser cette reprise encore hésitante de la zone euro, en liaison avec les tensions géopolitiques que connaît l'Europe et qui pourraient limiter la croissance des exportations et de l'investissement européens d'ici fin 2014.

Ralentissement de l'inflation mondiale

Après s'être accélérée au deuxième trimestre 2014, l'inflation mondiale s'est ralentie en juillet et août. La hausse globale des prix à la consommation dans la zone OCDE s'est légèrement ralentie (+1,8% en août contre +1,9% en juillet), en raison d'une baisse significative de l'inflation énergétique. En effet, les cours de

pétrole, qui sont un déterminant important de l'inflation mondiale, se sont inscrits en recul depuis début juillet, le marché étant bien approvisionné. Les cours du Brent sont passés pour la première fois, depuis presque quatre ans, sous la barre des 100\$ le baril, s'échangeant, ainsi, à fin octobre en dessous de 90\$/baril. Dans un contexte d'atonie persistante de la demande de pétrole, l'offre de pétrole est actuellement abondante sur le marché et les stocks sont en augmentation. Pour leur part, les prix des matières hors énergie se sont inscrits en recul, reflétant des baisses des prix des produits alimentaires, notamment ceux des céréales, dont l'offre a continué d'être soutenue par des conditions météorologiques favorables et ceux des métaux qui ont subi le contrecoup des inquiétudes relatives à l'atténuation de la croissance économique en Chine.

Globalement, les tensions inflationnistes pourraient demeurer contenues, au cours du second semestre 2014, dans un contexte de baisse des prix des matières premières et d'importantes capacités de production inutilisées.

Indicateurs de conjoncture internationale

(GT en %)

Rubriques	2013		2014			
	III	IV	I	II	III	IV
Etats-Unis						
PIB	1,0	0,7	-0,5	1,1	0,5	0,7
Consommation des ménages	0,5	0,8	0,3	0,6	0,6	0,7
Exportations	1,0	2,3	-2,4	2,7	0,7	2,4
Importations	0,6	0,4	0,6	2,7	-0,5	0,6
Inflation	1,5	1,2	1,4	2,1	1,8	1,8
Zone euro						
PIB	0,1	0,3	0,2	0,0	0,2	0,2
Consommation des ménages	0,1	0,0	0,2	0,3	0,2	0,3
Exportations	0,0	1,4	0,1	0,5	0,8	0,8
Importations	0,9	0,7	0,8	0,3	0,9	0,9
Inflation	1,3	0,8	0,7	0,6	0,3	0,5
Commerce mondial des biens	1,2	1,5	-0,6	1,0	1,1	1,2
Euro / Dollar ¹	1,32	1,36	1,38	1,37	1,26	1,25
Prix du Brent (\$/baril) ¹	110	109	107,9	109,8	102,1	97

Source : INSEE, octobre 2014

1 : moyenne trimestrielle.

Redressement des activités non-agricoles au troisième trimestre 2014

Sous l'effet d'une amélioration des secteurs tertiaires, les activités hors agriculture auraient légèrement accéléré, au troisième trimestre 2014, marquant une croissance de 3,3%, en glissement annuel, au lieu de +3,1% réalisée au cours du trimestre précédent. Le secteur tertiaire aurait, ainsi, contribué pour 1,9 point à la croissance du PIB, contre +0,5 point pour le secondaire. Compte tenu d'une baisse de 2,2% de la valeur ajoutée agricole, la croissance globale du PIB se serait située à 2,6%, en glissement annuel. Au quatrième trimestre 2014, l'anticipation d'une baisse de 2,4% de la valeur ajoutée agricole et d'une amélioration de 3,5% des activités non-agricoles devraient porter la croissance nationale aux environs de 2,8%, en glissement annuel.

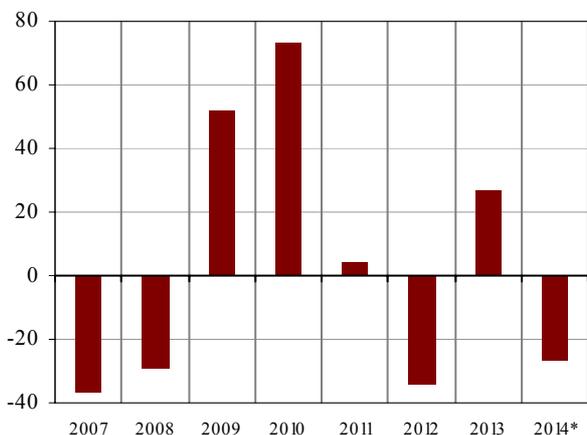
AGRICULTURE : légère contraction de la production végétale et modération des activités d'élevage

La valeur ajoutée **agricole** aurait régressé de 2,3%, au troisième trimestre 2014, en comparaison avec la même période de l'année passée. Cette tendance baissière se poursuivrait au quatrième trimestre, à un rythme annuel de -2,4%. Sur l'ensemble de l'année 2014, les activités agricoles auraient pâti des conditions pluviométriques très contrastées et des températures parfois en dessous des normales saisonnières. Le cumul pluviométrique, depuis le début de la campagne et jusqu'à fin mai, a été en baisse d'environ 27% par rapport à la normale. Ce déficit a avoisiné celui enregistré au cours de la même période de la campagne 2007/2008. A noter que cette dernière avait été, en outre, caractérisée par une répartition spatiale et temporelle des pluies non favorable, qui avait fortement pénalisé la production végétale en

2008, notamment celle des céréales dont la récolte n'avait pas dépassé 53 millions de qx. En 2014, les activités agricoles auraient fait preuve de résilience, face à un déficit pluviométrique important. La baisse de leur valeur ajoutée se serait limitée à -2,5%, en rythme annuel, grâce notamment à une bonne répartition temporelle des pluies automnales et une amélioration de l'utilisation des semences certifiées.

Le repli de la production agricole aurait principalement concerné les cultures d'hiver et certaines productions irriguées. La récolte des trois principales céréales a, en effet, fléchi de 32% en 2014, en variation annuelle, en ligne avec le recul de leur superficie semée de près de 15%. Il faudrait noter, à cet effet, que la récolte du blé, qui prédomine avec une part moyenne de 70% de la production totale, a été fortement affectée par les conditions climatiques sèches ayant entravé son implantation précoce notamment dans les régions d'Al Haouz et du Souss. L'effet conjugué du recul de sa production (-26%) et la poursuite du raffermissement de sa demande locale devraient appuyer un renforcement de ses importations notamment au cours du dernier trimestre de 2014. Il en est de même pour l'orge, dont les achats extérieurs auraient déjà dépassé, au terme de la période s'étalant de juin à août, 928 mille de qx, en réaction à une chute d'environ 43% de sa production. Ces importations seraient effectuées sur fond de reflux des cours internationaux des céréales. Les prix internationaux du blé et de l'orge se seraient, en effet, infléchis d'environ 14,7% et 31,9% respectivement, en variations annuelles, au troisième trimestre 2014. Cette nouvelle inflexion à la baisse aurait été favorisée par une amélioration des stocks mondiaux de céréales qui devraient atteindre leur plus haut niveau depuis la campagne de 1999/2000, et ce, compte-tenu des perspectives d'une offre mondiale plus volumineuse et d'une demande moins vigoureuse.

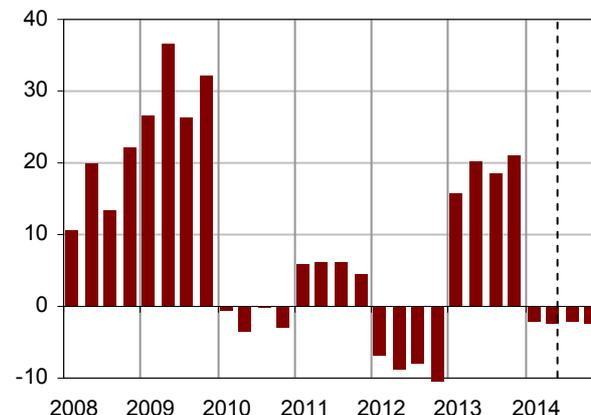
Cumul pluviométrique par rapport à une année normale



Source: Département de l'Agriculture, élaboration HCP

Valeur ajoutée agricole

(GA en %)



Source : HCP (estimation et prévision au-delà des pointillés)

Principaux produits agricoles à l'exportation

(GA en %)

Rubriques	2009	2010	2011	2012	2013	2014*
Agrumes	-17,1	1,0	8,2	-9,0	-21,6	47,8
Primeurs	-15,4	-15,0	8,0	-1,0	5,1	8,2

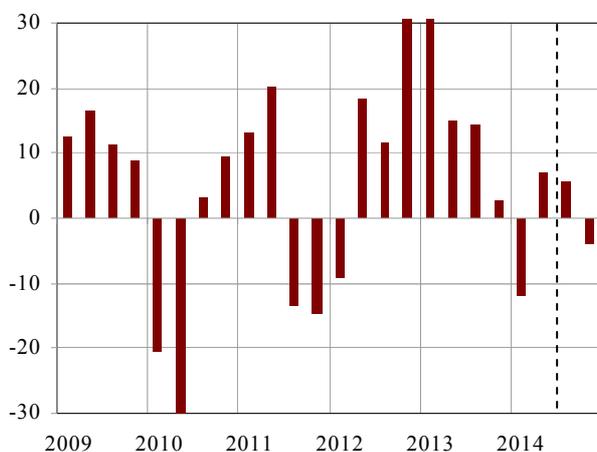
Source : EACCE, calculs HCP

S'agissant des autres cultures, la production de la canne à sucre aurait avoisiné les 390 mille tonnes, au terme de la campagne agricole 2013/14, soit une baisse de 30%, en variation annuelle. Celle de la betterave se serait, par contre, relevée de 55%, profitant d'une hausse de sa superficie emblavée de 32%. Pour sa part, la récolte des primeurs se serait repliée de 15%, subissant les effets de la baisse des températures enregistrée au cours des mois de janvier et février 2014. A l'opposé, les quantités récoltées des agrumes se seraient accrues de 50%, en comparaison avec 2013, profitant du bondissement de la production des nouvelles plantations. Cet affermissement aurait profité à l'amélioration de leurs exportations de 47,8%. La production des arboricultures se serait, également, affermie, notamment celles de l'olivier (+33%), de l'amandier (+4%) et du palmier dattier (+6%).

S'agissant de la production animale, sa croissance annuelle se serait poursuivie, en 2014, à un rythme modéré (+3,9%, en variation annuelle, au lieu de +5,2% en moyenne quinquennale). Si les perspectives d'évolution laissent augurer un redressement de la production de viande de volaille de 5,4%, après une quasi-stagnation en 2013, celles de la production de viande rouge tablent, à l'inverse, sur une légère augmentation (+2%, en variation annuelle), compte-tenu des effets du déficit pluviométrique ayant marqué l'année. Les produits annexes à l'élevage auraient conservé leur évolution au ralenti pour la seconde année consécutive. La production des œufs se serait

Valeur ajoutée de la pêche

(cvs, GA en %)



Source : HCP

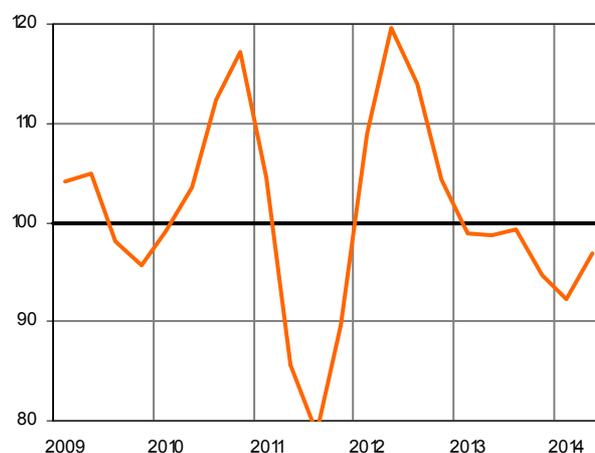
améliorée de 3,2%, tandis que celle du lait aurait marqué une nouvelle régression, après s'être déjà repliée de 8%, en variation annuelle, en 2013.

PÊCHE : retournement à la hausse de l'activité à partir du deuxième trimestre 2014

La valeur ajoutée de la pêche aurait augmenté de 5,4% en variation annuel, au troisième trimestre 2014. Cette performance serait le fruit du raffermissement des variétés à haut valeur. En effet, les volumes des débarquements des crustacés, des céphalopodes et des poissons blancs se seraient améliorés de 9,2%, 14% et 7,4%, respectivement, au cours des deux mois de juillet et d'août 2014, en variations annuelles.

La poursuite du raffermissement de la valeur ajoutée de la pêche, pour le deuxième trimestre consécutif masque, toutefois, un effet de ralentissement de l'activité du secteur. C'est ainsi que la valeur ajoutée du secteur a affiché une augmentation de 7,1%, en variation annuelle, au deuxième trimestre de 2014. Cette bonne performance est attribuable au raffermissement des débarquements des poissons pélagiques de 34%, particulièrement la sardine qui a contribué à hauteur de 37 points à cette hausse. Les prises de poissons blancs, évoluant en dents de scie, ont bondi de 7,4%, en glissement annuel. Pour leur part, les crustacés ont affiché un affermissement de 6,2%. A l'inverse, les débarquements des céphalopodes, en phase conjoncturelle défavorable depuis le troisième trimestre de 2013, ont chuté de 34%. Il faudrait, également, noter que le raffermissement de la pêche côtière a, essentiellement, profité à aux industries de conserve et aux unités de production de huile et farine de poisson. Ces dernières ont vu leurs volumes de prises s'accroître de 95,7% et 180%, respectivement. Le volume des débarquements de la pêche côtière destiné à la consommation locale est resté presque stable. Par contre, les quantités adressées aux congélations ont régressé de près de 16,9%, en comparaison avec le deuxième trimestre 2014.

Cycle de la consommation locale de poissons



Source : ONP, élaboration HCP

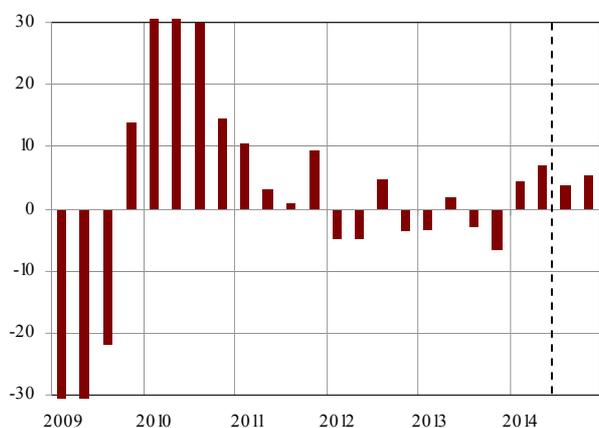
S'agissant des exportations du secteur, leur volume global a reculé, au deuxième trimestre 2014, de 15,5%, en glissement annuel, résultat de la diminution des exportations des crustacés, des mollusques et des coquillages. Celles des poissons frais, salés, séchés ou fumés y ont contribué à hauteur de 8,4 et 7,8 points, respectivement. A l'inverse, le volume des poissons en conserve s'est amélioré de 2,2%, en variations annuelle.

Mines : amélioration de la production après deux années de baisses consécutives

La valeur ajoutée minière aurait progressé de 3,8%, au troisième trimestre 2014, en variation annuelle, après avoir crû de près de 6,4% et 6,8%, au cours des deux premiers trimestres de l'année. Cette évolution confirme la poursuite du raffermissement conjoncturel des activités minières, enclenchée en fin 2013, après une phase d'évolution erratique ayant marqué leur croissance depuis le premier trimestre 2010. Pour rappel, la production minière avait quasiment stagné entre 2010 et 2013, du fait notamment du ralentissement de l'extraction des minerais non-métalliques et des faibles performances des métaux de base.

En 2014, les activités minières semblent de nouveau renouer avec des rythmes de croissance soutenue, appuyés par une reprise de la demande étrangère adressée aux minerais non-métalliques. C'est ainsi que les volumes exportés en phosphate brut se sont inscrits en hausse de 6%, au premier semestre 2014, en variation annuelle. Ce sont particulièrement les pays de l'Amérique Latine qui ont le plus contribué à cette performance. A noter que le marché brésilien avait fait preuve d'un dynamisme particulièrement marqué pendant la première moitié de cette année, en réponse à une expansion régulière de l'utilisation des fertilisants, sur fond du maintien des subventions publiques au développement des rendements agricoles des oléagineuses et des céréales et d'une poursuite de la dépréciation du real brésilien. Au troisième trimestre 2014, les importations brésiliennes auraient

Valeur ajoutée minière
(GA en %)



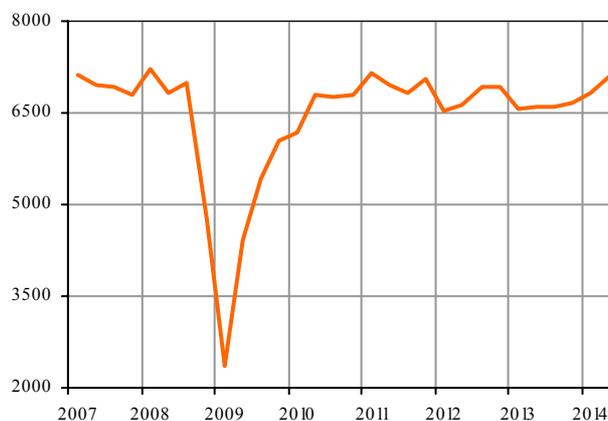
Source : HCP (estimation et prévision au-delà des pointillés)

ralenti, compte-tenu des niveaux élevés des stocks intérieurs et du retournement à la baisse des prix des produits agricoles, notamment ceux des grains et du soja. Ces derniers se seraient, en effet, infléchis de 14,2% et 13,2%, respectivement, en variations annuelles, au cours de la même période. La fin précoce de la saison d'utilisation des engrais aux Etats-Unis et en Europe aurait, en outre, pesé sur leurs cours internationaux et induit une modération de la demande étrangère adressée au phosphate brut. Dans ces conditions, le volume des exportations nationales en phosphate brut aurait vu son rythme de croissance refluer à +2,3% au troisième 2014, au lieu de +3,6% un trimestre auparavant.

Au quatrième trimestre 2014, la croissance de la production de la branche phosphatée devrait s'accélérer, pour atteindre +6,3%, en rythme annuel. Elle serait, particulièrement, appuyée par une demande plus vigoureuse des industries locales de transformation. Le relèvement de la production de ces dernières incomberait à l'amélioration de la demande asiatique. L'Inde, étant le premier importateur mondial d'acide phosphorique, avec une part avoisinant la moitié de ses échanges internationaux, devrait augmenter ses achats dès la fin de 2014, notamment du fait des niveaux faibles de ses stocks intérieurs, mais, également, en raison du raffermissement soutenu de sa production locale en NPK (composition azote, phosphate et potassium), qui nécessite un accroissement aussi conséquent des importations d'acide phosphorique. La demande internationale des engrais devrait également, afficher un sensible mouvement de reprise, compte-tenu du retournement à la baisse de leurs cours internationaux, amorcé au mois de septembre 2014.

S'agissant des autres minerais, leur activité d'extraction a enregistré une hausse de 1,1% au deuxième trimestre 2014, en variation annuelle, après s'être accru de 1,5% un trimestre plus tôt. Cette tendance se serait poursuivie au troisième trimestre, profitant de l'amélioration de leur prix à l'export, notamment ceux

Production de phosphate brut
(cvs, mt)



Source : OCP, BAM

du zinc et du plomb. L'indice des cours internationaux des principaux métaux exportés aurait, en effet, augmenté de 2%, au cours de la même période. Au quatrième trimestre 2014, la poursuite des faibles performances de l'économie mondiale serait à l'origine de l'inflexion des cours des métaux. L'impact de ce retournement serait probablement ressenti au niveau des activités locales d'extraction orientées principalement vers l'export. Toutefois, les perspectives favorables de la branche phosphatée continueraient de soutenir la valeur ajoutée minière, dont la croissance pourrait atteindre près de 5,8% au dernier trimestre 2014, en comparaison avec la même période de l'année passée. Au total, la valeur ajoutée minière enregistrerait une progression de 5,5%, en 2014, après deux années de baisses consécutives.

ENERGIE : modération des activités après trois trimestres de hausses soutenues

Après trois trimestres de croissance soutenue, les activités **énergétiques** auraient connu, au troisième trimestre 2014, une modération de leur rythme de croissance, qui traduit principalement une forte décélération de la production de la branche électrique. La valeur ajoutée du secteur aurait, en effet, progressé de 2,7%, en variation annuelle, au lieu de +4% et +5% respectivement au cours des deux trimestres qui précèdent. Les enquêtes de conjoncture auraient, en ef-

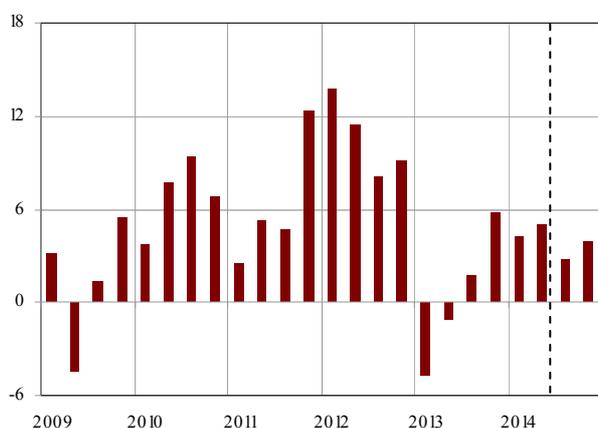
Production énergétique CVS

Rubriques	GA en %					
	2013				2014	
	I	II	III	IV	I	II
Production d'électricité	-4,4	-0,9	3,3	5,8	3,8	5,3
Pétrole mis en œuvre	-22	-32	-8	-12	47	19

Source : Département de l'Energie, calculs HCP

Valeur ajoutée énergétique

(cvs, GA en %)



Source : HCP (estimation et prévision au-delà des pointillés)

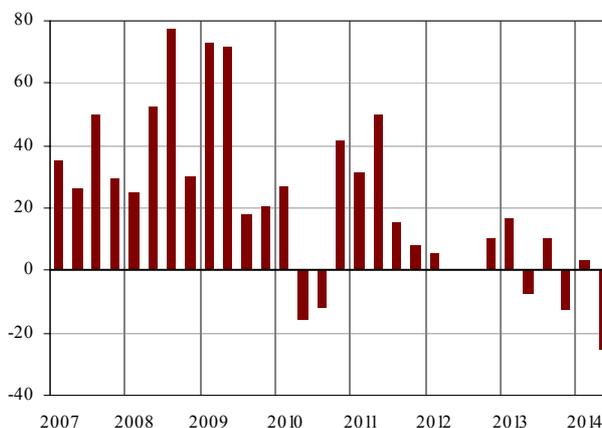
fet, confirmé ce ralentissement : l'indicateur synthétique de conjoncture énergétique se serait replié de 0,8 point, au troisième trimestre, par rapport à une année plus tôt. Les anticipations des entrepreneurs du secteur sur la production, corrigées des fluctuations saisonnières et irrégulières, se seraient situées en dessous de leur moyenne de long terme.

La modération de la production énergétique est intervenue alors que la demande locale adressée au secteur peine toujours à s'accélérer. Les faibles performances des activités industrielles et de la construction (+1,1% et +0,2% respectivement au premier semestre 2014, en variations annuelles), continuent de peser sur la demande énergétique. En atteste la poursuite de la croissance modérée des ventes destinées aux entreprises (+3,2%, au troisième trimestre 2014, au lieu de +6,4%, en moyenne, au cours des cinq dernières années). Dans ce contexte, l'offre globale d'électricité serait restée peu dynamique, affichant une modeste augmentation (+2,6%, au cours de la même période). Cette hausse aurait été alimentée par une expansion de 10,1% des importations nettes d'électricité, alors que la production n'aurait affiché qu'une hausse de 1,5%, au cours de la même période.

L'essentiel de la production électrique aurait été assuré par une amélioration des activités des centrales concessionnelles et de celle des nouvelles unités à base d'énergie renouvelable. La production de la centrale thermique de Jorf Lasfar, à base du charbon, aurait poursuivi sa dynamique, enclenchée en fin 2013, affichant une hausse de 39%, au troisième trimestre 2014, en variation annuelle. Elle aurait particulièrement profité de la poursuite du reflux des cours internationaux du charbon. Ces derniers auraient régressé de 12,2% au cours de la même période, se rapprochant, ainsi, de plus en plus de leur niveau enregistré en 2007. Les autres unités thermiques, notamment celle à base de carburants, auraient vu leur apport au disponible électrique se replier progressivement depuis le deuxième trimestre 2013. Au troisième trimestre 2014, elles se seraient infléchies de près de 31%, en variation annuelle. L'utilisation trimestrielle

Importations de « gasoil et fuel »

(GA en %)



Source : OC, élaboration HCP

des carburants dans la production d'électricité se serait, par conséquent, repliée de près de la moitié au cours de la même période.

Le ralentissement de l'activité électrique aurait pénalisé celle des unités de raffinage de pétrole. Ces dernières avaient amorcé au début 2013 une nouvelle phase de raffermissement conjoncturel, qui avait porté la production locale du pétrole mis en œuvre aux niveaux enregistrés en 2012. Cette dynamique se serait tempérée à la mi-2014, sur fond de la forte réduction de l'utilisation des carburants dans la production électrique. Ainsi, et en dépit de la poursuite de la détente des prix du Brent (-7,8%, au troisième trimestre 2014, en variation annuelle), la production locale de pétrole raffiné se serait contractée de 7,8%, en ligne avec le recul de près de 16,8% des quantités importées de pétrole brut. Il en est de même pour les importations de gasoil et de fuel qui auraient vu leur volume s'infléchir de 2,4%, au cours de la même période.

INDUSTRIES DE TRANSFORMATION : léger redressement au troisième trimestre...

Après un premier semestre aux performances moyennes dans l'ensemble (+1,2% de croissance en glissement annuel), le rythme de croissance de la **valeur ajoutée industrielle**, hors raffinage, se serait légèrement redressé, au troisième trimestre 2014, pour se situer à environ 2,1%, en glissement annuel. Ce léger redressement incomberait à une amélioration de 4,1% des industries agroalimentaires et à une hausse de 2,9% de celles des IMME, portées par une demande extérieure relativement dynamique, notamment pour les produits électroniques et l'automobile.

Les autres industries auraient, quant à elles, réalisé

de faibles performances. La valeur ajoutée des industries de « textile et cuir » aurait crû d'environ 0,7%, profitant d'un léger redressement des exportations particulièrement des vêtements confectionnés et de la chaussure. Celle de la chimie serait restée modérée, sous l'effet d'un relâchement des industries agrochimiques, tandis que les autres industries auraient quasiment stagné, subissant les effets des industries liées au bâtiment. Globalement, le secteur industriel aurait évolué en dessous de sa moyenne de long terme et ne semble pas encore retrouver le chemin d'une croissance robuste.

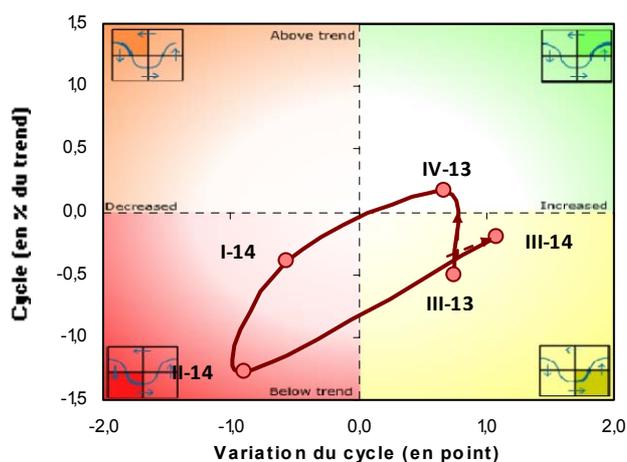
...après une croissance modeste au deuxième trimestre 2014

Au deuxième trimestre 2014, le secteur des industries de transformation (hors raffinage) s'est contenté d'une croissance de 1,3% de sa valeur ajoutée. Ce résultat est le fruit de tendances antinomiques observées au niveau des branches industrielles.

Avec une croissance annuelle de 4,1% de sa valeur ajoutée, après 2,5% au premier trimestre de l'année, la branche agroalimentaire reste celle qui a le plus soutenu l'activité industrielle, en étant même à l'origine de l'essentiel de la croissance du secteur (1,2 point). L'industrie des conserves de poisson (+16,2%) ainsi que celle des corps gras (+41,4%) ont réalisé les meilleures performances de la branche.

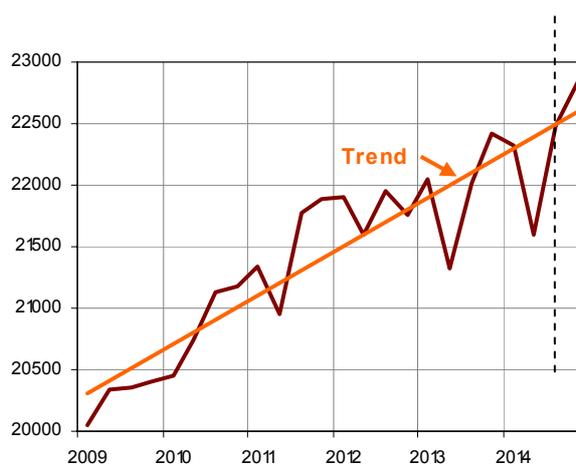
Les industries mécaniques, métallurgiques et électriques ont été bien orientées au deuxième trimestre, avec cependant un rythme moindre, soit +1,7% de croissance en glissement annuel, contre 3,5% un trimestre auparavant. Cette baisse de régime est enregistrée notamment pour les produits métalliques (-4,7%) et primo-transformation de l'acier (-17,4). Les

Positionnement du cycle conjoncturel de l'industrie



Source : HCP

Valeur ajoutée industrielle, en millions de dh



Source : HCP, prévisions au-delà des pointillés

Note de lecture : le graphique, dénommé Traceur cyclique, permet de tracer le profil conjoncturel en se basant sur la position par rapport au trend (axe des abscisses) et le rythme de changement de celle-ci (axe des ordonnées). Selon cette structure, on peut distinguer quatre quadrants (zones du graphique) : quadrant nord-ouest (retournement à la baisse mais toujours au-dessus de la tendance) ; quadrant sud-ouest (baisse et en dessous de la tendance) ; quadrant sud-est (retournement à la hausse mais toujours en dessous de la tendance) ; et le dernier, quadrant nord-est (hausse et au-dessus de la tendance).

autres productions ont continué à tirer positivement la branche, comme c'est le cas notamment des autres matériels électriques (+18,3%) et des composants électroniques (+29,4%).

Les autres branches de l'industrie de transformation ont réalisé des performances négatives durant la même période. Les industries chimiques ont été les plus touchées. Réalisant une diminution de 1,7% en glissement annuel, elles ont été essentiellement plombées par les baisses de régimes observées au niveau des produits chimiques de base (-3,9%) et des produits pharmaceutiques (-1,5%).

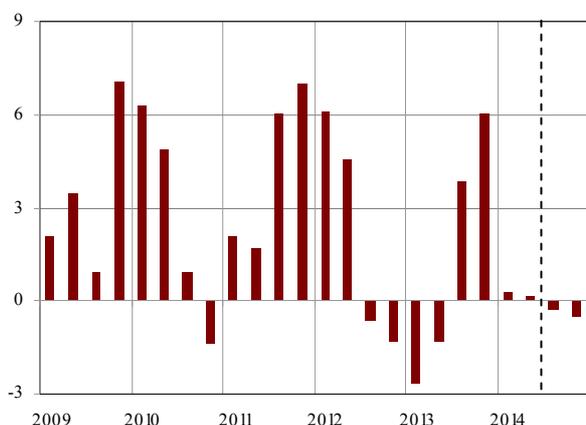
Dans la même lignée, la branche des autres industries a enregistré une baisse d'activité de 1% au même trimestre. En dépit d'une sensible amélioration de la production des matières plastiques (21,6%), la majorité des productions de cette branche se sont inscrites dans cette orientation défavorable, comme en témoigne les dégradations de production du ciment (-5,4%) ou du papier et carton (-4,4%).

Les industries du textile et du cuir se sont inscrites en légère diminution au deuxième trimestre (-0,2% en glissement annuel), après avoir réalisé une augmentation sensible au premier (+1,4%). Sous cette aire de stabilité se cache en réalité une divergence des évolutions des productions de cette branche. Alors que l'industrie du cuir a consolidé son trend positif (avec une croissance de 4,2% de sa production), celle du textile s'est inscrite en baisse de 0,1%, en glissement annuel.

BTP : poursuite du ralentissement de l'activité

Le ralentissement de l'activité de la **construction** s'est poursuivi au deuxième trimestre 2014, dans la perspective de la continuité de cette conjoncture défavorable pour la deuxième moitié de l'année. En effet, cette tendance à la baisse aurait été relevée, au troisième trimestre, au niveau de l'ensemble des indicateurs clés du secteur, en l'occurrence, au niveau des indicateurs de l'offre, à travers le repli de 0,3% de la valeur ajoutée du secteur, en glissement annuel,

Valeur ajoutée du BTP
(GA en %)

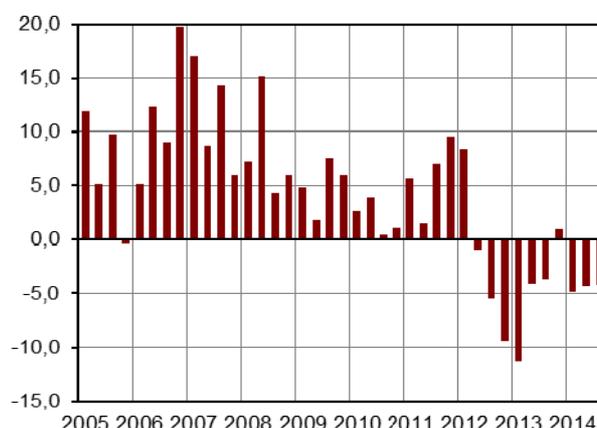


Source : HCP (estimation au-delà des pointillés)

après une légère progression de 0,3% seulement un trimestre auparavant. Le secteur du BTP peine toujours à regagner la croissance tendancielle, et subit les répercussions d'une phase imprégnée par l'augmentation des capacités non utilisées et la baisse de l'utilisation des facteurs de production, à savoir les matériaux de construction et la main d'œuvre. En témoigne la baisse continue des ventes du ciment depuis le premier trimestre et qui auraient fléchi de 8,7%, au troisième trimestre, et devrait perdurer pour le restant de l'année. Dans le même sillage, l'indice de production de l'ensemble des matériaux de construction a connu une baisse consécutive durant la première moitié de l'année (-2,8% et -1,3%). Dans ce contexte défavorable au recrutement, les créations d'emplois dans le secteur ont été revues à la baisse puisque le nombre d'actifs occupés dans les différentes branches du BTP n'a enregistré qu'une légère progression de 1,5% au deuxième trimestre et qui demeure insuffisante pour résorber le déficit en main-d'œuvre ayant marqué l'activité du secteur depuis la deuxième moitié de l'année 2012. Les indicateurs pré-curseurs laissent présager une continuité de ce marasme conjoncturel, du moins pour le quatrième trimestre 2014, où la valeur ajoutée du BTP devrait baisser de 0,5%, en glissement annuel.

L'investissement privé dans la branche du bâtiment a été, également pénalisé par cette conjoncture peu propice. La correction sensible, caractérisant le marché résidentiel depuis le début de l'année 2014, continue de prédominer contre toute attente de redressement ; en atteste le flux net des crédits aux promoteurs immobiliers ayant baissé de 7,7%, à fin août, au lieu de -3,2% au premier semestre. Les transactions effectuées sur le marché des biens immobiliers résidentiels ont subi une régression de 2,2% en variation annuelle, confirmant ainsi le recul significatif de la demande adressée au secteur de l'immobilier national. Il en résulte une baisse des tensions sur le marché qui s'est traduite par un repli des prix des actifs immobiliers de 2,6% au cours du deuxième trimestre 2014 par rapport à la même période de l'année précédente.

Ventes de ciment, cvs
(GA en %)



Source : HCP (prévision au-delà des pointillés)

Les pronostics pour le quatrième trimestre 2014 s'inscrivent dans la même optique, laissant présager une continuité du recul de l'activité. Déjà, les premiers chiffres disponibles sur les ventes du ciment, arrêtés à la fin du troisième trimestre 2014, indiquent la continuité du recul de l'activité puisqu'elles devraient poursuivre leur fléchissement, impactant ainsi la valeur ajoutée du BTP qui devrait baisser de 0,5%, en rythme annuel, au cours de la même période.

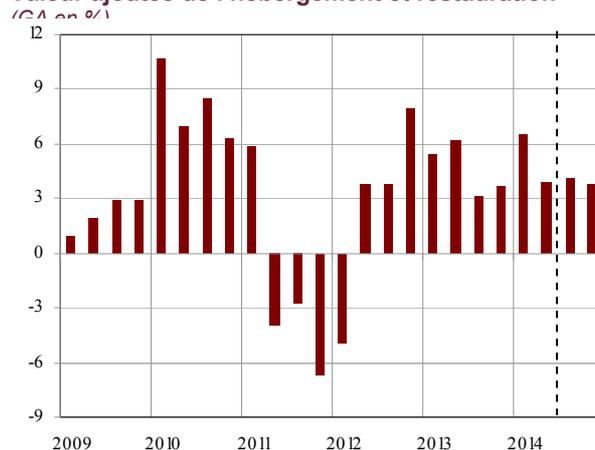
TOURISME : le tourisme mondial consolide sa croissance positive en 2014

Le nombre d'arrivées de **touristes** internationaux dans le monde s'est accru de 5,5%, au deuxième trimestre 2014, en glissement annuel, après s'être établi à 3,5% un trimestre auparavant. La plupart des régions ont continué d'afficher de bons résultats. C'est la région de l'Amérique qui occupe le premier rang, avec une progression de 8,2% des arrivées touristiques, profitant du raffermissement au niveau de l'Amérique du sud et de l'Amérique centrale. La région de l'Europe a affiché un taux de croissance de 5,8%, grâce aux résultats de l'Europe du Nord (+7,1%) et de l'Europe méridionale méditerranéenne (+7,4%). De même, la région de l'Asie et Pacifique a vu ses arrivées s'accroître de 5,8%, grâce aux bonnes performances de l'Asie du sud et de l'Asie du Nord-Est. Par contre, la région de l'Afrique n'a affiché qu'une légère hausse de 1,1%, pénalisée par l'épidémie de maladie à virus EBOLA. Pour le nombre d'arrivées au Moyen-Orient, il a diminué de 3,6%.

Evolution favorable de l'activité touristique nationale

Au troisième trimestre 2014, la valeur ajoutée de l'hébergement et de la restauration aurait augmenté de 4,1%, en glissement annuel, sous tendue par une consolidation de la croissance de la plupart des indicateurs du secteur. Les nuitées touristiques globales auraient enregistré une hausse de 3,1% grâce au raffermissement des nuitées des résidents et les recettes voyages se seraient accrues de 7%, au cours de la même période.

Valeur ajoutée de l'hébergement et restauration



Source : HCP (prévision au-delà des pointillés)

Arrivées des touristes au niveau international

	2012*				2013				2014*	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
Monde	6,2	3,6	2,8	4,2	6,4	4,4	4,1	4,3	3,5	5,5
Europe	4,2	3,2	3,1	4,5	5,7	4,2	4,5	5,1	3,3	5,8
Asie et Pacifique	8,5	7,6	4,7	6,9	7,9	5,8	7,3	5,2	5,0	5,8
Amérique	7,3	3,0	3,8	3,9	3,0	1,9	3,9	4,5	4,3	8,2
Afrique	5,7	8,2	8,7	2,2	3,6	2,2	6,6	5,9	5,7	1,1
Moyen Orient	6,3	-8,3	-17,1	-6,1	18,9	9,9	-21,7	-8,0	-5,3	-3,6

Source: Organisation Mondiale du Tourisme (OMT);

* : Données provisoires.

Activité touristique nationale

Rubriques	2012				2013				2014	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
Valeur ajoutée de l'hébergement et de la restauration	2,5	1,0	3,0	1,5	-0,4	2,1	-0,2	2,2	2,1	-0,2
Nuitées globales	1,2	4,8	4,8	-1,4	2,4	4,8	-0,5	4,1	1,3	-0,1
Nuitées des résidents	5,2	7,7	-3,5	2,0	-0,8	8,9	-5,6	3,5	0,8	-1,6
Nuitées des non résidents	-0,3	3,6	8,3	-2,6	3,7	3,3	1,5	4,4	1,5	0,5
Arrivées globales	-0,3	5,0	-6,2	3,1	1,8	2,6	4,8	-0,5	1,0	0,2
Arrivées des MRE	0,2	3,3	-12,9	9,6	1,9	1,7	5,2	-2,5	0,8	-1,3
Arrivées des étrangers	-0,7	6,5	-0,1	-2,1	1,6	3,4	4,4	1,3	1,2	1,5
Recettes voyage	-8,5	-2,1	3,1	-1,2	5,7	-4,3	-7,2	6,9	3,1	3,4
Taux d'occupation ¹	-0,2	1,2	2,6	-2,3	1,7	1,7	0,3	0,4	0,3	-0,1
Durée moyenne de séjours ²	0,03	0,00	0,23	-0,11	0,05	-0,02	-0,05	0,06	-0,01	0,05

Source : Ministère du Tourisme, Office des Changes, calculs HCP.

1.2.variations trimestrielles en points.

Corrigée des variations saisonnières, la valeur ajoutée de l'hébergement et de la restauration aurait, cependant, baissé de 0,1% au troisième trimestre 2014, en glissement trimestriel. Cette évolution est due à la diminution des nuitées touristiques globales de 2,3% et des arrivées des touristes étrangers de 2,4%. A l'inverse, les recettes voyages se seraient améliorées de 2,1%, au cours de la même période, quoiqu'à un rythme moindre que le trimestre passé.

Il est à souligner qu'au deuxième trimestre 2014, la valeur ajoutée de l'hébergement et de la restauration, hors effets saisonniers, avait enregistré une baisse de 0,2%, en glissement trimestriel, après s'être établie à 2,1%. Ce recul de l'activité est dû, principalement, à la baisse des nuitées touristiques globales (-0,1%, en glissement trimestriel), notamment ceux des touristes français, arabes et belges. En conséquence, le taux d'occupation moyen des chambres, corrigé des variations saisonnières, avait perdu 0,1 point, en glissement trimestriel. Quant aux arrivées des touristes aux postes frontières, elles n'ont augmenté que de 0,2%, au lieu de +1% un trimestre plutôt. La hausse enregistrée au niveau des touristes étrangers (+1,5%) a pu compenser, dans une moindre mesure, la baisse affichée par les MRE (-1,3%).

TRANSPORT : accélération modérée au deuxième semestre 2014

L'activité du **transport** aurait enregistré une légère augmentation de son rythme de croissance au troisième trimestre 2014, affichant une hausse de 5,7%, en glissement annuel, au lieu de 5,4% au deuxième trimestre. Cette progression serait attribuable, notamment, à la bonne tenue qu'auraient connue le tonnage des exportations maritimes et le transport des passagers aérien.

En effet, le tonnage des exportations maritimes se seraient bien comporté au premier semestre 2014, marquant des hausses respectives de 11% et 14%, en glissements annuels, aux premier et deuxième trimestres de cette année. Le tonnage des importa-

tions maritime a, pour sa part, enregistré une croissance substantielle de 14,3% au deuxième trimestre, mais qui s'inscrit en ralentissement par rapport au premier trimestre (+ 28,8%).

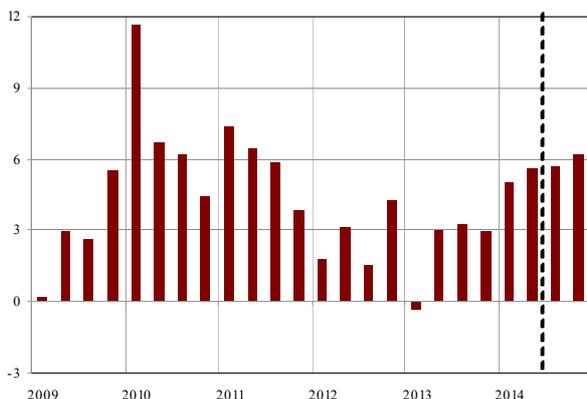
Par ailleurs, la croissance du trafic aérien des passagers a poursuivi son raffermissement enclenché au troisième trimestre 2013, pour atteindre 10,9% au deuxième trimestre 2014, en glissement annuel. En revanche, le fret transporté par voie aérienne s'est maintenu sur sa tendance baissière.

Le nombre de voyageurs transportés par voie ferroviaire (par kilomètre) s'est amélioré au deuxième trimestre 2014, mais avec un rythme moindre, soit 3% contre 7,2% au début de l'année, en glissements annuels. Quand au tonnage transporté par voie ferroviaire (par kilomètre), il s'est inscrit dans une orientation positive, mais à un rythme moindre (+2,8% contre +6% au premier trimestre).

TELECOMMUNICATIONS : bonne orientation au deuxième semestre 2014

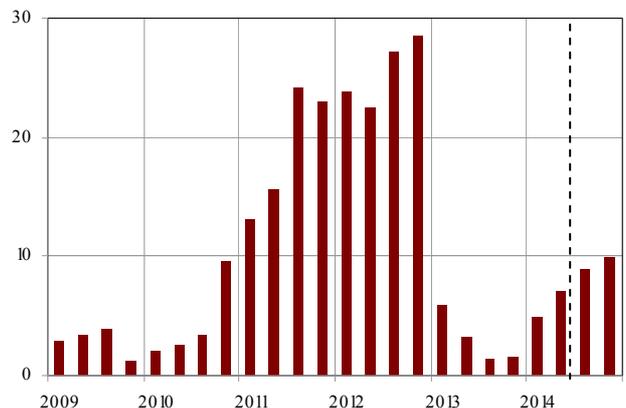
La valeur ajoutée des **télécommunications** aurait progressé de 8,9%, au troisième trimestre 2014, au lieu de 7,5% au deuxième trimestre, en glissements annuels, consolidant, ainsi, l'orientation ascendante de son rythme de croissance enclenchée au début de cette année. Cette performance aurait été soutenue, notamment, par la progression continue et substantielle du nombre des abonnés à Internet, amorcée au début de 2013, qui a atteint +58,9% au deuxième trimestre 2014, au lieu de 57,8% un trimestre auparavant. D'autre part, le parc de la téléphonie mobile a continué de réaliser des évolutions soutenues (+8,2%, au lieu de +9,8% au premier trimestre), alors que la téléphonie fixe a poursuivi son orientation baissière, entreprise depuis l'année 2011, affichant une baisse de 14,3%, en glissement annuel, après -10%, au premier trimestre.

Valeur ajoutée des transports
(GA en %)



Source : HCP (prévision au-delà des pointillés)

Valeur ajoutée des communications
(GA en %)



Source : HCP (prévision au-delà des pointillés)

La **demande intérieure**, notamment la consommation finale, aurait continué de soutenir la croissance nationale, au troisième trimestre 2014, profitant d'une consolidation des dépenses publiques et d'un raffermissement des transferts de revenus extérieurs, dans un contexte d'une modération des prix à la consommation. En revanche, la formation brute de capital serait restée relativement modeste, pâtissant d'un recul de l'investissement en bâtiment et travaux publics. Au quatrième trimestre 2014, la croissance de la demande intérieure devrait se poursuivre à un rythme relativement plus soutenu, compte tenu d'une hausse attendue des revenus et d'une modération des prix à la consommation.

Légère amélioration de la consommation finale au troisième trimestre 2014...

La **consommation des ménages** aurait progressé de 3,1% en glissement annuel, au troisième trimestre 2014, au lieu de 2,7% au trimestre précédent. Cette hausse aurait été soutenue par un accroissement de 6,1% des revenus extérieurs et une modération des prix à la consommation, dont l'évolution se serait établie aux environs de 0,2%. Cette augmentation de la demande aurait, particulièrement, profité aux importations de produits manufacturés, dont la hausse aurait atteint environ 7,5%, en glissement annuel. Les crédits à la consommation se seraient redressés, pour leur part, de 7,8% à fin août, au lieu d'une baisse de 1,2% à fin juin.

Au quatrième trimestre 2014, la contribution de la consommation finale à la croissance globale devrait être plus soutenue qu'au début de l'année. Tirant profit d'une accélération attendue des activités hors agriculture, dans un contexte d'une amélioration des revenus engendrés par la hausse des transferts des MRE

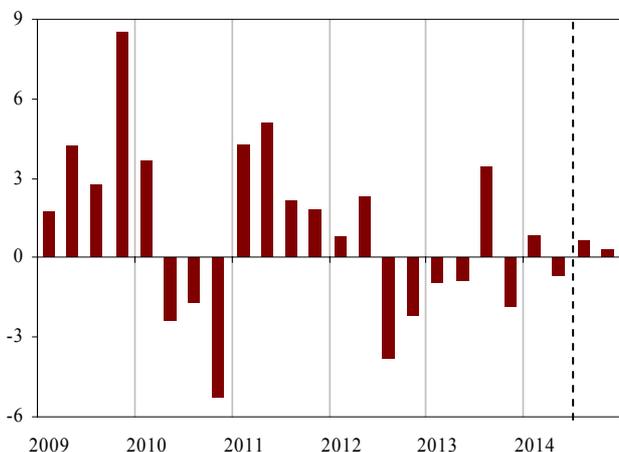
et d'une modération des prix à la consommation, le rythme de croissance de la consommation domestique devrait légèrement s'accélérer, pour se situer aux environs de 3,4%, en glissement annuel.

Il est à noter qu'au deuxième trimestre 2014, le rythme de croissance des dépenses de consommation des ménages avait légèrement décéléré, par rapport au trimestre précédent, passant de 3,2% à 2,7%, en glissements annuels, ramenant sa contribution au PIB à 1,6 point, au lieu de 1,9 point un trimestre auparavant. Pour sa part, la consommation finale des administrations publiques avait connu une hausse de 2,9%, situant sa contribution à 0,5 point, au lieu de 0,8 point réalisée au trimestre précédent. Une légère accélération du rythme de croissance de la consommation publique est, toutefois, anticipée pour le troisième trimestre 2014, pour se situer à 3%. Cette tendance haussière devrait se poursuivre au cours du quatrième trimestre, en ligne avec le rebond attendu des dépenses de fonctionnement, au cours de la même période.

... et redressement modeste de l'investissement

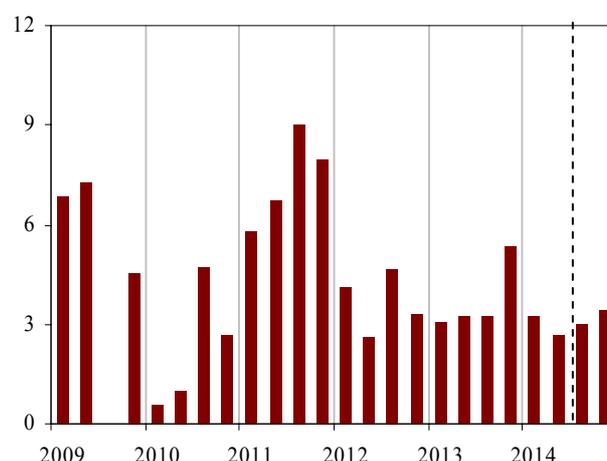
L'**investissement** productif se serait redressé de 0,6%, au troisième trimestre 2014, après avoir fléchi de 0,7% un trimestre auparavant, pâtissant d'un ralentissement persistant des investissements en bâtiment et travaux publics. Une baisse de 8,7% des ventes de ciment serait anticipée, au troisième trimestre, parallèlement à un repli de 7,7% du flux des crédits accordés aux promoteurs, à fin août 2014. L'investissement en produits industriels aurait, quant à lui, légèrement repris, l'encours des crédits à l'équipement aurait enregistré une hausse de 4,2% à fin août, en glissement annuel. Au quatrième trimestre 2014, une légère baisse du rythme de croissance de l'investissement est

Formation brute de capital
(GA en %)



Source : HCP (estimation et prévision au-delà des pointillés)

Consommation privée
(GA en %)



Source : HCP (estimation et prévision au-delà des pointillés)

anticipée, sous l'effet attendu d'un relâchement de l'investissement en produits industriels et d'une baisse de celui de l'immobilier.

Pour rappel, durant le deuxième trimestre 2014, la formation brute de capital avait fléchi de 0,2%, après une hausse de 0,3%, un trimestre plus tôt. Cette évolution aurait été consécutive à un repli de l'investissement en immobilier et un ralentissement de l'in-

vestissement en produits industriels. Le secteur industriel avait perdu près de 11 mille emplois, durant la même période. Dans le même sillage, le nombre de transactions immobilières s'est infléchi de 2,6%, en glissement annuel. Cet infléchissement a marqué notamment les ventes de biens commerciaux et du foncier avec respectivement -15,5% et -4,16%, en glissements annuels.

●●● PRIX

Les prix à la consommation en légère hausse

Au troisième trimestre 2014, le rythme de croissance des **prix à la consommation** a légèrement augmenté, par rapport au trimestre précédent (+0,2%, contre une croissance nulle au deuxième), mais leur évolution annuelle resterait toutefois largement inférieure à celle de l'année passée, par effet de base. En variation trimestrielle et en données corrigées des variations saisonnières, les prix à la consommation se sont accrus de 0,1%, après une baisse de 0,1% au deuxième trimestre 2014. Cette fois-ci, ce ne sont pas les prix des produits alimentaires qui sont responsables de la hausse des prix d'ensemble, comme on a l'habitude de constater, mais plutôt ceux des produits non-alimentaires (+0,7% de progression trimestrielle, après +0,4% au trimestre précédent). La récente augmentation des prix de l'eau et de l'électricité est le principal facteur avancé pour expliquer cette progression.

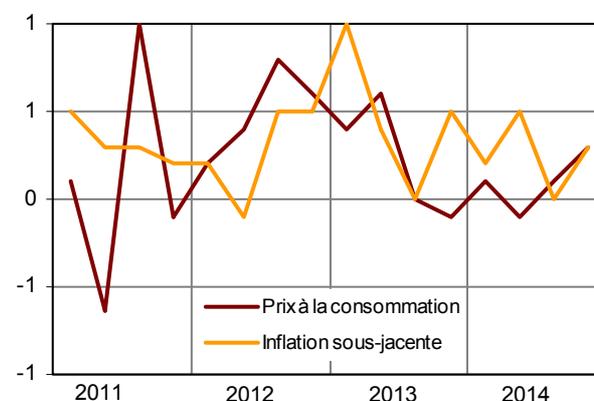
La hausse des prix à la consommation, observée au troisième trimestre, s'est légèrement atténuée suite au recul des prix des produits alimentaires, quoique à un rythme moindre que précédemment (-0,6% en glissement trimestriel, au lieu de -0,8% au trimestre précédent), en particulier ceux des produits frais. Ils sont tirés, en particulier, par la baisse des prix des légumes frais, surtout la tomate et la pomme de terre. La forte amélioration de la production a contribué à la baisse des prix de ces produits, suite à une arrivée abondante sur les marchés. Les prix des produits hors frais sont, par contre, restés au même

niveau que ceux du deuxième trimestre. En conséquence, l'inflation sous-jacente, qui exclut les prix soumis à l'intervention de l'Etat et les produits à prix volatils, a suivi le même mouvement, soit une croissance nulle, en glissement trimestriel, en l'absence de variations de prix des autres composantes.

Sur l'ensemble de l'année, la hausse des prix à la consommation ralentirait à 0,4% en 2014, après 1,9% en 2013, soit le taux le plus faible depuis plusieurs années. L'inflation sous-jacente s'inscrirait, également en recul par rapport à l'année précédente.

Prix à la consommation et inflation sous-jacente

(cvs, GT en %)



Source : HCP (estimation et prévision au-delà des pointillés)

Prix à la consommation

(CVS, GA et GT en %)

Groupes de produits	Glissements trimestriels			Glissements annuels			Moyennes annuelles	
	II-14	III-14	IV-14	II-14	III-14	IV-14	2013	2014
Produits alimentaires	-0,8	-0,6	0,3	-1,6	-2,2	-0,7	2,4	-1,2
Produits non-alimentaires	0,4	0,7	0,4	1,3	2,1	1,9	1,4	1,6
Ensemble	-0,1	0,1	0,3	0,0	0,2	0,8	1,9	0,4
Inflation sous-jacente	0,5	0,0	0,3	1,2	1,3	1,0	1,9	1,2

Source : HCP

Légère augmentation de l'emploi au deuxième trimestre 2014

L'offre **d'emplois** au niveau national a légèrement augmenté au deuxième trimestre 2014. Avec une création de 31 mille emplois nets, hors variations saisonnières, le nombre d'actifs occupés s'est hissé à 10,7 millions personnes. Cette hausse a marqué les deux milieux de résidence. Près de 12 mille postes ont été créés dans les villes, parallèlement à une création nette de près de 19 mille postes dans les campagnes.

L'emploi rémunéré s'est, cependant, inscrit en stagnation au deuxième trimestre. Le nombre total de postes rémunérés s'est situé, hors variations saisonnières, à environ 8,16 millions postes, soit un niveau quasi-identique au trimestre précédent. Le milieu rural a enregistré une perte de 20 mille postes rémunérés, soit une diminution de 0,6%, en glissement trimestriel, contre une création nette de 18 mille dans le milieu urbain, soit une hausse de 0,4%. Ainsi, les créations nettes d'emplois dans les villes sont de nature rémunérée, contre une création d'emplois non rémunérés composés, essentiellement, d'aides familiales, dans les campagnes.

Hormis le secteur des services, l'emploi s'améliore dans les autres secteurs

L'offre d'emplois par le secteur des services était moins dynamique au deuxième trimestre 2014. Des postes d'emploi y ont même été détruits, après trois trimestres consécutifs de création d'emplois. Le nombre d'employés dans ce secteur a, ainsi, affiché une baisse de 1% en glissement trimestriel, pour

atteindre 4,256 millions postes, hors effets saisonniers. Le secteur primaire a vu ses effectifs employés augmenter de 1,6%, alors que cette dynamique de création était moins soutenue dans l'industrie et l'artisanat (+0,2%), ou encore dans le bâtiment, avec une progression de 0,8%, contre une perte moyenne annuelle de 23 000 postes au cours des trois dernières années.

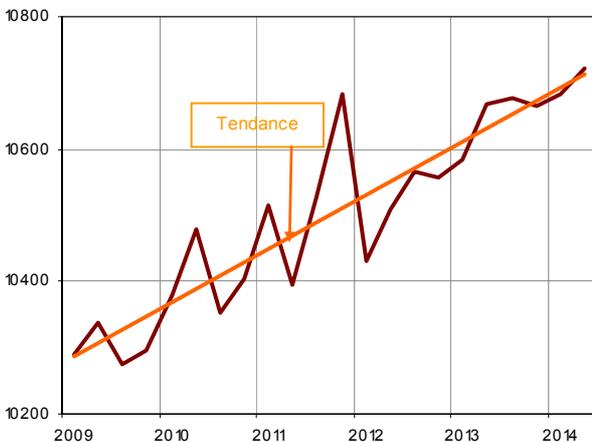
Hausse du chômage au deuxième trimestre 2014

Malgré la légère amélioration des créations nettes d'emplois par l'économie nationale, la situation du **chômage** ne s'est pas améliorée au deuxième trimestre 2014. En effet, le nombre global de chômeurs a augmenté, hors effets saisonniers, de 1,2%, en rythme trimestriel, pour atteindre 1,57 million chômeurs au niveau national. Cette situation est essentiellement l'apanage du milieu urbain, dont l'effectif de chômeurs a augmenté de 3%, en glissement trimestriel. A l'inverse, le nombre de chômeurs dans les campagnes a affiché une baisse de 4%, en glissement trimestriel.

Cette hausse du nombre de chômeurs s'est traduite par une augmentation du taux de chômage national de 0,2 point, en glissement trimestriel, pour se situer à environ 9,8% (sans tenir compte des effets saisonniers). Cette évolution a marqué surtout les jeunes âgés de 15 à 24 ans et les diplômés. La ventilation par milieu de résidence laisse ressortir une hausse de 0,3 point du taux de chômage en milieu urbain et une baisse de 0,2 point en milieu rural.

Actifs occupés

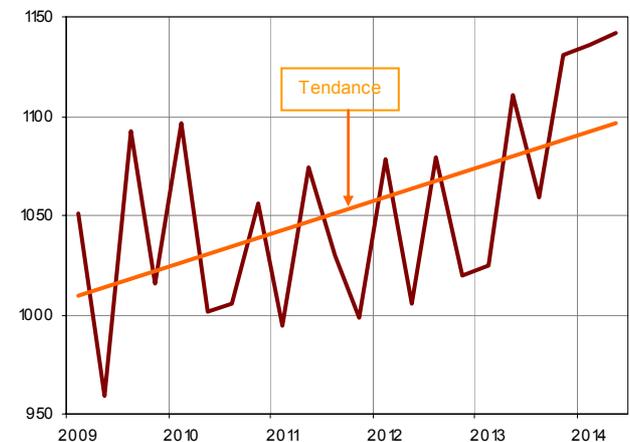
(cvs, en milliers)



Source : HCP

Effectif des chômeurs

(cvs, en milliers)



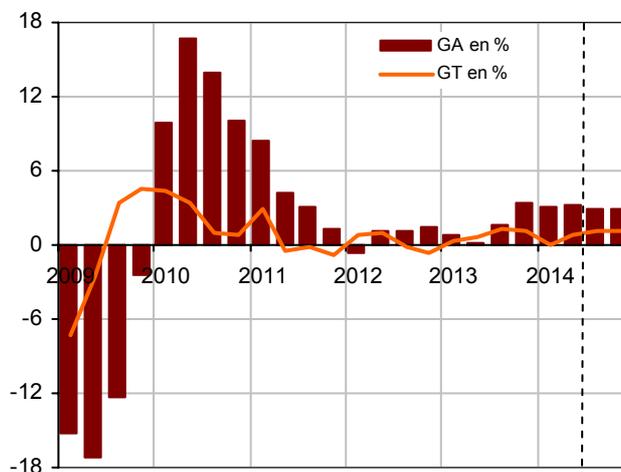
Source : HCP

La conjoncture extérieure se serait caractérisée, au troisième trimestre 2014, par une amélioration du climat des affaires au niveau des économies avancées, à l'exception de la zone euro, se reflétant, ainsi, au niveau de l'évolution positive du commerce mondial. Les exportations auraient partiellement profité de l'orientation favorable de la demande extérieure, alors que les importations se seraient repliées, malgré la hausse des acquisitions de blé et des produits bruts, profitant d'une relative accalmie des cours énergétiques sur le marché international. La balance commerciale du Maroc aurait vu son déficit s'alléger de 3,5%, en glissement trimestriel corrigé des variations saisonnières.

La demande mondiale adressée au Maroc sur une pente positive d'ici fin 2014

Le commerce mondial a profité, au deuxième trimestre 2014, du dynamisme des échanges des pays avancés à l'exception du Japon, enregistrant, ainsi, un rebond de 1% en glissement trimestriel, après un recul de 0,6% un trimestre plus tôt. Cette tendance devrait se poursuivre à un rythme similaire au second semestre 2014, au vu des indicateurs conjoncturels relatifs aux commandes à l'exportation au niveau mondial toujours favorables. Dans ce contexte, la **demande mondiale adressée au Maroc** évoluerait à un rythme proche de 1,1%, en glissement trimestriel corrigé des variations saisonnières, et de 3%, en variation annuelle, aux troisième et quatrième trimestres 2014.

Demande mondiale adressée au Maroc
(variations en %)



Source : élaboration HCP, estimation et prévision au-delà des pointillés, indice des biens en volume, cvs, base 100 : 2005.

Evolution en demi-teinte des exportations...

Les **exportations** de biens en valeur se seraient améliorées, au troisième trimestre 2014, de 4,5% en comparaison avec la même période de 2013. Il est à souligner, toutefois, qu'en variation trimestrielle corrigée des effets saisonniers, elles auraient reflué de près de 8%, par rapport au deuxième trimestre 2014. Cette contreperformance trimestrielle trouve son origine, en partie, dans le repli des expéditions de certains secteurs comme celui du textile dans sa bran-

Echanges extérieurs de biens

(Cvs, évolutions en %)

Rubriques	Variations trimestrielles						Variations annuelles			
	2013				2014			2011	2012	2013
	I	II	III	IV	I	II	III			
Importations	-6,0	-0,8	1,5	1,5	2,1	0,1	-6,1	20,1	8,2	-1,8
Exportations	-1,5	3,2	-3,4	5,5	0,2	8,5	-8,4	17,0	5,7	-0,1
Déficit commercial	-9,7	-4,5	6,3	-2,1	3,9	-7,7	-3,5	23,2	10,6	-3,4
Taux de couverture (en points)	2,2	2,0	-2,4	1,9	-0,9	4,0	-1,3	-1,3	-1,1	0,8

Source : Office des Changes, calculs et estimations HCP

che bonneterie, et dans une moindre mesure, celle de la confection. Les ventes extérieures des autres produits auraient profité de l'orientation positive de la demande étrangère qui leur est adressée, notamment celles des industries automobile et électronique (composants électroniques), des produits alimentaires (agrumes, légumes et conserves de poissons) et des dérivés de phosphate.

...et mouvement baissier des importations, sur fond de repli des prix énergétiques

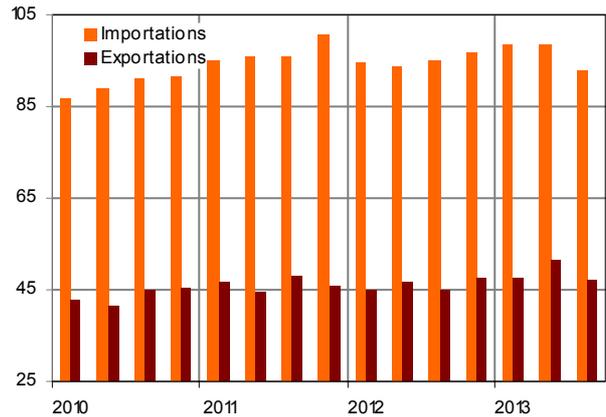
Se situant dans une phase conjoncturelle descendante, les **importations** de biens, hors effets saisonniers, se seraient repliées, au troisième trimestre 2014, de 6,1% en glissement trimestriel, après une stabilité un trimestre plus tôt. Les achats des produits énergétiques (pétrole, gasoil et fuel,) ainsi que ceux des biens d'équipement (voitures industrielles) auraient contribué pour plus de la moitié à cette baisse. Ce revirement intervient dans un contexte de reflux des prix mondiaux du pétrole ; le cours du baril de Brent ayant connu une baisse de 7%, en glissement trimestriel, au cours de la même période, atteignant 102,1\$/baril. A contrario, les acquisitions en valeur des produits bruts et des produits alimentaires, alimentées par celles du soufre brut et du blé, se seraient inscrites en hausse, contribuant respectivement de +0,4 et +0,2 point à la variation des importations globales.

Timide éclaircie pour les recettes voyages et les transferts des MRE

Concernant les flux financiers, notamment les recettes voyages et les recettes MRE, elles auraient enregistré une hausse timide, ne dépassant pas les 2%, en variation annuelle, à fin septembre 2014. Les recettes des IDE se seraient, pour leur part, repliées d'environ 5%, se situant toujours sur leur tendance baissière.

Evolution des échanges extérieurs

(cvs, en milliards de dh)



Source : Office des Changes, élaboration HCP.

L'exécution du budget 2014 décèle une légère amélioration des comptes de l'Etat. Toutefois, les pressions se sont maintenues, comme en témoigne la situation nettement déficitaire des soldes primaire et global. A fin août 2014, les recettes ordinaires ont évolué en hausse et les charges en baisse, sous l'effet de la baisse des dépenses de compensation. Les déficits primaire et global se sont, ainsi, allégés au terme des huit premiers mois de l'année 2014. Par conséquent, l'endettement du Trésor continue d'augmenter, mais à un rythme ralenti.

Recul des déficits primaire et global

Les réalisations budgétaires à fin août 2014 indiquent un léger retard au niveau des dépenses de l'Etat, avec un taux de réalisation de 63%, contre 66% pour les recettes ordinaires. Ces dernières ont marqué une hausse de 1,3%, en glissement annuel, tiré par la progression des recettes fiscales.

Globalement, les recettes fiscales ont augmenté de 4,2%. Les impôts directs ont marqué une hausse de 5%, due essentiellement à la croissance de 10,3% des recettes de l'IS et de 2,7% des recettes de l'IR. Les impôts indirects se sont accrus de 0,7%. Les droits de douane ont, pour leur part, baissé de 0,4%, malgré une progression de 1,6% des importations des biens. Les droits d'enregistrement et de timbre ont maintenu leur évolution positive (+23,2%). A l'inverse, les recettes non-fiscales ont enregistré un recul de 19,7%, à la suite de la chute de 43,7% des recettes de monopoles et des participations.

Parallèlement, les dépenses ordinaires ont marqué une baisse de 3,3%, à la suite d'un repli plus important des dépenses de compensation. Ces dernières ont régressé de 39%, contribuant pour -9 points à la baisse globale des dépenses. Les intérêts de la dette publique ont augmenté de 8,4%, tandis que les dépenses de fonctionnement se sont accrues de

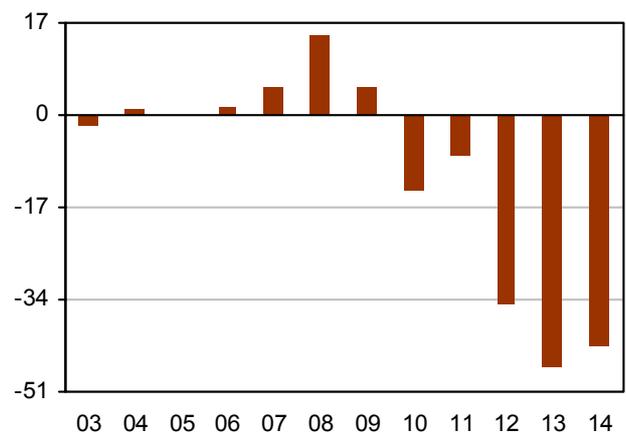
7,2%, en raison de la progression des dépenses de matériel et de personnel. L'effort de l'investissement budgétaire s'est nettement accentué et les dépenses y afférentes ont enregistré une augmentation de 16,8%.

Tirée par un recul des dépenses et une hausse des recettes, l'épargne ordinaire a réduit son déficit de 38,1%. De ce fait, le solde budgétaire a réduit son déficit de 8,4%, malgré l'accroissement des charges d'investissement. Il s'est situé à -42,4 milliards de dh à fin août 2014, contre -46,3 milliards de dh aux huit premiers mois du budget 2013.

En conséquence de la baisse du déficit budgétaire, le besoin de financement du Trésor s'est allégé. Le Trésor a ralenti ses levées des fonds nécessaires au financement de son budget sur le marché intérieur. Globalement, l'endettement du Trésor a légèrement décéléré et la dette intérieure s'est accrue de 1,9% en huit mois d'exécution du budget 2014.

Solde budgétaire

(Janvier-août, milliards de dh)



Source : DTFE, élaboration HCP

Evolution des charges et ressources du Trésor

(Hors TVA des collectivités locales, millions de dh, GA en %)

Rubriques	Niveaux			Variations	
	Août-12	Août-13	Août-14	Août-13	Août-14
Recettes ordinaires	129 903	129 884	131 525	0,0	1,3
Recettes fiscales	114 360	112 081	116 809	-2,0	4,2
Recettes non-fiscales	13 980	16 149	12 963	15,5	-19,7
Dépenses ordinaires	140 242	147 123	142 204	4,9	-3,3
Biens et services	90 004	97 710	104 757	8,6	7,2
Intérêts de la dette publique	12 918	15 373	16 671	19,0	8,4
Compensation	37 320	34 040	20 776	-8,8	-39,0
Solde ordinaire	-10 339	-17 239	-10 679	66,7	-38,1
Investissement	29 024	28 990	33 853	-0,1	16,8
Solde budgétaire	-34 683	-46 292	-42 400	33,5	-8,4

Situations cumulées à partir de janvier;

Source : TGR, calculs HCP

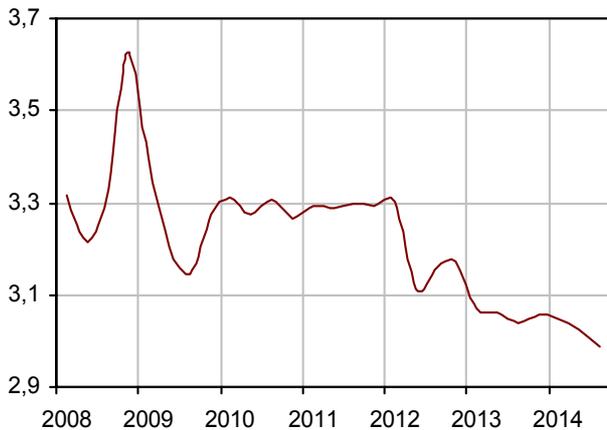
La pression exercée sur les liquidités monétaires s'est légèrement accrue au troisième trimestre 2014. De son côté, Bank Al-Maghrib a augmenté ses injections des liquidités dans le circuit bancaire pour améliorer les conditions de financement des institutions financières.

Le taux d'intérêt directeur a subi un recul de 25 points de base par Bank Al-Maghrib, dans le but de stimuler le crédit et la croissance économique. Parallèlement, les taux d'intérêt interbancaires et les taux des adjudications des bons du Trésor se sont repliés, sous-tendus par une amélioration de la liquidité du Trésor.

La masse monétaire a ralenti au troisième trimestre 2014. Cette tendance est le reflet d'une baisse des réserves internationales nettes, d'une part, et de la décélération des créances sur l'économie, d'autre part. Les crédits bancaires ont ralenti, sous l'effet de la baisse des crédits de trésorerie des entreprises.

Taux interbancaire moyen trimestriel

(en %)



Source : BAM, élaboration HCP

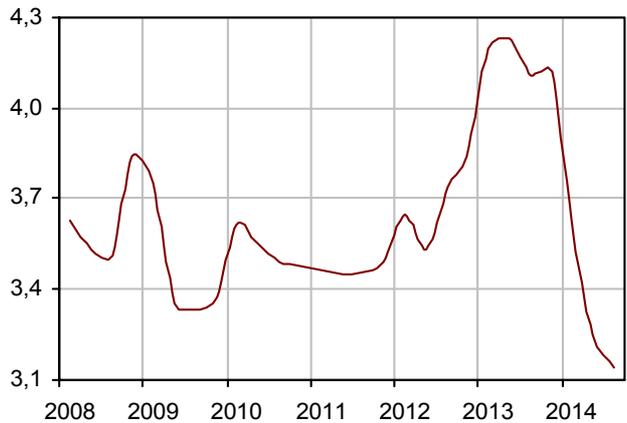
Recul des taux d'intérêt monétaires

Le déficit de la liquidité des banques s'est légèrement accru au troisième trimestre 2014. Si les opérations du Trésor ont permis d'injecter des liquidités sur le marché monétaire, son volume n'a pas pu absorber le déficit causé par le retrait de la monnaie fiduciaire. Dans ce sens, la banque centrale a légèrement augmenté ses niveaux d'interventions pour combler l'écart.

La banque centrale a réduit son taux directeur de 3% à 2,75%, en fin septembre, dans un contexte de ralentissement de l'inflation domestique. Cette mesure devrait, théoriquement, stimuler le crédit pour les ménages et les entreprises et, donc, la demande intérieure. Les taux interbancaires ont marqué un repli, au troisième trimestre 2014, malgré le caractère durable des besoins de liquidité sur le marché monétaire et l'augmentation des risques. Le taux moyen s'est élevé à 2,99%, contre 3,03% au trimestre précédent.

Taux moyen trimestriel des adjudications des bons du Trésor à un an

(en %)



Source : BAM, élaboration HCP

Principaux taux d'intérêt

(en %)

Types	2013				2014		
	I	II	III	IV	I	II	III
Taux directeur⁽¹⁾							
. Avances à 7 jours	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	2,75
Taux interbancaires⁽²⁾	3,07	3,06	3,04	3,06	3,05	3,03	2,99
Taux des adjudications des bons du Trésor⁽²⁾							
. 1 an	4,20	4,23	4,11	4,13	3,63	3,25	3,14
. 5 ans	4,75	-	4,93	5,10	4,62	3,91	3,80
Taux créditeurs⁽¹⁾							
. Dépôts à 6 mois	3,52	3,56	3,55	3,59	3,51	3,68	3,74
. Dépôts à 12 mois	4,02	3,89	3,83	3,92	3,86	3,91	3,85

Source : BAM, calculs HCP

(1) : taux en fin de période, (2) : taux moyens

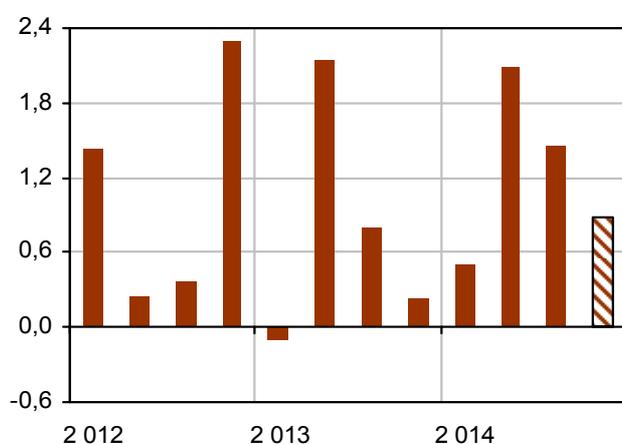
Le financement du Trésor sur le marché des adjudications a reculé au troisième trimestre 2014, en relation avec la baisse de ses charges de compensation et d'un financement sous forme d'emprunt sur le marché financier international au cours du deuxième trimestre. Les taux d'intérêt se sont, par conséquent, repliés. C'est ainsi que le taux moyen des bons à un an s'est situé à 3,14%, contre 3,25% au deuxième trimestre 2014. Le taux moyen à cinq ans est passé de 3,91% à 3,80% aux mêmes périodes.

Pour leur part, les taux débiteurs ont connu, en moyenne pondérée, une quasi-stagnation, au deuxième trimestre 2014, se situant ainsi à 5,98%. Cette évolution est le fruit d'une hausse de 9 points de base des taux appliqués aux facilités de trésorerie aux entreprises, contrebalancée par un recul des taux des crédits à l'équipement, à l'immobilier et à la consommation. Parallèlement, les taux créditeurs se sont aussi stabilisés. Le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et à 12 mois s'est situé à 3,81%, au troisième trimestre 2014, soit le même niveau qu'un trimestre auparavant.

Ralentissement de la création monétaire

La masse monétaire a décéléré au troisième trimestre 2014, après une évolution en amélioration un trimestre

Masse monétaire
(CVS, GT en %)



Source : BAM, élaboration HCP

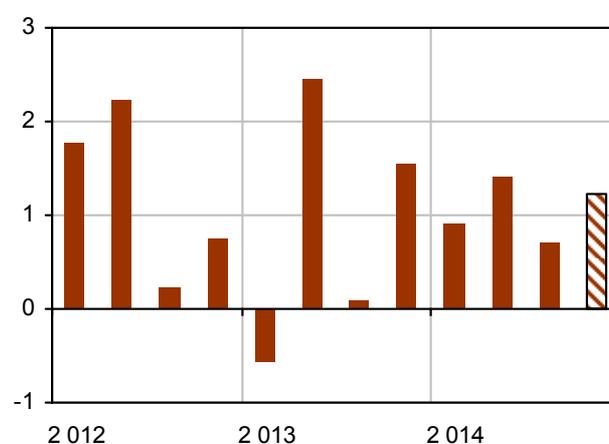
tre auparavant. Ce ralentissement est le fruit d'une baisse des réserves internationales nettes et d'une décélération des créances sur l'économie.

En données corrigées des variations saisonnières, la masse monétaire s'est accrue de 1,5%, en glissement trimestriel, au troisième trimestre 2014, contre une hausse de 2,1% un trimestre plus tôt. Sa croissance pourrait s'élever à +0,9%, au quatrième trimestre 2014.

Les réserves internationales nettes ont marqué le pas au troisième trimestre 2014. L'encours a reculé de 3,8%, en glissement trimestriel, après une envolée de 19,8% un trimestre auparavant. Il faut noter ici que le Trésor a bénéficié d'un emprunt obligataire sur le marché financier international, au cours du deuxième trimestre, et qui a permis d'améliorer les réserves de change du pays au cours de cette période.

Les créances nettes sur l'administration centrale ont poursuivi leur repli. L'encours a baissé de 2% au troisième trimestre 2014, après une régression de 4,7% un trimestre plus tôt. Cette évolution est due à des levées moins importantes des fonds sur le marché monétaire. Globalement, ces créances nettes évoluent sur un trend cyclique baissier.

Créances sur l'économie
(CVS, GT en %)



Source : BAM, élaboration HCP

Principaux indicateurs monétaires

(Cvs, GT en %)

Indicateurs	2013				2014		
	I	II	III	IV	I	II	III
Masse monétaire	-0,1	2,1	0,8	0,2	0,5	2,1	1,5
Contreparties dont :							
- Avoirs extérieurs nets	1,2	7,7	-4,8	0,3	1,9	19,8	-3,8
- Créances nettes sur l'AC	11,7	0,7	12,7	-5,5	-1,2	-4,7	-2,0
- Créances sur l'économie	-0,6	2,4	0,1	1,5	0,9	1,4	0,7
Placements liquides	-2,8	3,6	2,2	5,6	0,7	3,2	5,7
Liquidité de l'économie	-0,1	2,6	1,0	0,9	1,6	2,4	2,2

Source : BAM, calculs HCP

Après une légère amélioration au deuxième trimestre 2014, les créances sur l'économie ont ralenti au troisième trimestre. Corrigé des effets saisonniers, l'encours a progressé de 0,7%, au lieu de +1,4% un trimestre auparavant. Les prévisions pour le quatrième trimestre tablent sur une hausse de 1,2%. Les créances sur l'économie semblent entamer une nouvelle phase de croissance cyclique qui reste à approuver au cours des prochains trimestres.

Poursuite du ralentissement du crédit bancaire

Le crédit des institutions de dépôt a prolongé sa décélération au troisième trimestre 2014, en parallèle avec la hausse des risques encourus. L'encours a augmenté de 0,2%, en glissement trimestriel et en données corrigées des variations saisonnières, contre +0,3% un trimestre plus tôt. Le cycle hausier, qui a émergé lentement à partir du deuxième trimestre 2013, s'est vite interrompu un an après. Le ralentissement du crédit bancaire a été tiré par la baisse des crédits de trésorerie et de l'immobilier.

Les crédits de trésorerie ont marqué, en glissement trimestriel et hors effets saisonniers, une diminution de 0,8% au troisième trimestre 2014, après avoir connu une croissance de 1,7% un trimestre plus tôt. Ce recul intervient dans un environnement caractérisé par l'augmentation des risques. Elle intervient aussi dans une conjoncture difficile marquée par l'allongement des délais de paiement pour les entreprises et l'accumulation de leurs stocks.

Les crédits à l'équipement ont marqué une pause au troisième trimestre 2014, après avoir réalisé une hausse de 2,2% au deuxième trimestre. Globalement, ces types de crédits évoluent sur une trajectoire cyclique ascendante.

Les crédits immobiliers ont reculé de 0,2% au troisième trimestre 2014, au lieu d'une hausse de 0,5% un trimestre auparavant. Ces crédits empruntent un sentier conjoncturel décroissant, s'éloignant largement de leur taux de croissance potentielle.

Les crédits à la consommation ont nettement repris au troisième trimestre 2014. L'encours a marqué une

progression de 9,1% en glissement trimestriel, après un repli de 2,2% un trimestre auparavant.

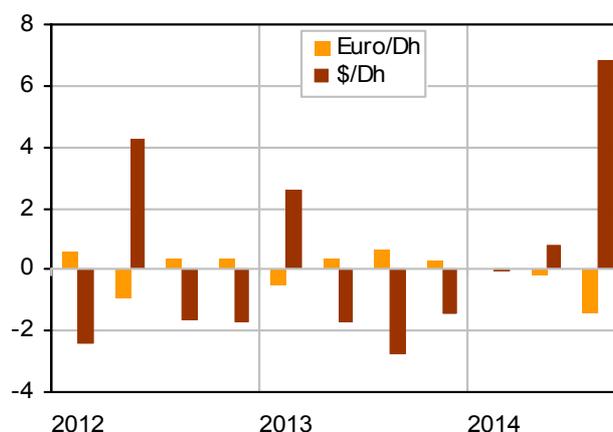
Appréciation de la valeur effective réelle du dirham

Dans un marché international caractérisé par une baisse de la valeur de l'euro aux dépens du dollar américain, la monnaie nationale a subi, au troisième trimestre 2014, une appréciation par rapport à l'euro et une dépréciation vis-à-vis du dollar.

Après avoir gagné 0,2% par rapport à l'euro, au deuxième trimestre 2014, le dirham s'est apprécié de 1,5% au troisième trimestre. La parité dirham/euro s'est établie, à fin septembre 2014, à 11,05 dirhams, contre 11,21 dirhams à fin juin 2014. En termes réels, la valeur du dirham s'est appréciée de 1,9%.

Vis-à-vis du dollar, la variation du cours bilatéral du dirham a été plus prononcée, en raison de l'encrage réduit de la monnaie nationale à cette devise. Le dollar s'est échangé de 8,21 dirhams à fin juin 2014, à 8,77 dirhams à fin septembre 2014. La valeur du dirham s'est, ainsi, déprécié de 6,8% au troisième trimestre 2014.

Taux de change bilatéral du dirham
(GT en %)



Source : BAM, élaboration HCP

Crédits des institutions de dépôts

(Cvs, GT en %)

Types	2013				2014		
	I	II	III	IV	I	II	III
Total des crédits dont:	-0,3	1,5	1,0	1,6	0,7	0,3	0,2
Crédits de trésorerie	-3,5	-0,1	0,5	-2,7	2,7	1,7	-0,8
Crédits à l'équipement	-0,2	1,5	-1,6	1,9	-0,1	2,2	0,0
Crédits immobiliers	2,1	1,3	0,7	0,4	0,8	0,5	-0,2
Crédits à la consommation	0,3	1,1	0,1	0,5	0,4	-2,2	9,1

Source : BAM, calculs HCP

Taux de change du dirham

(GT en %)

Agrégats	Devises	2013				2014		
		I	II	III	IV	I	II	III
Bilatéral nominal	Euro	-0,6	0,4	0,6	0,3	0,0	-0,2	-1,5
	\$	2,6	-1,7	-2,8	-1,4	0,0	0,8	6,8
Bilatéral réel	Euro	0,0	0,0	0,1	1,1	0,3	-0,1	-1,9
	\$	4,1	-1,9	-3,1	-1,3	1,6	1,5	1,8
Effectif nominal		0,3	-0,5	-0,5	-0,4	0,0	0,4	1,5
Effectif réel		1,2	-0,8	-0,9	0,2	0,8	0,7	-0,5

Les signes des glissements: (+) dépréciation, (-) appréciation ;

Source : BAM, calculs HCP

BOURSE DES VALEURS

Le marché des actions a nettement bondi au troisième trimestre 2014. La reprise cyclique se confirme et les principaux indicateurs boursiers se sont remarquablement redressés. Le marché a réagi positivement aux anticipations et aux résultats comptables semestriels des sociétés cotées. Ces résultats indiquent, globalement, une amélioration de leurs activités commerciales et de leurs bénéfices semestriels. Le volume des transactions a plus que doublé, ce qui témoigne de la reprise progressive de la confiance de l'investissement en bourse. Pour sa part, la capitalisation boursière s'est appréciée, à la suite du rétablissement des cours des sociétés cotées.

Net rebond des indices boursiers

Au troisième trimestre 2014, le marché des actions a poursuivi son trend haussier, entamé depuis le quatrième trimestre 2013, affichant un net redressement des indices agrégés. De ce fait, le marché a enregistré un gain important qui a dopé les performances déjà enregistrées au cours du premier semestre 2014. Cette évolution favorable est boostée par l'orientation positive des résultats comptables semestriels des sociétés cotées, ainsi que par la baisse du taux d'intérêt directeur.

Marqués par un regain de confiance, les cours des sociétés cotées ont globalement évolué en hausse, au troisième trimestre 2014. Les indices MASI et MADEX ont affiché des progressions, respectives, de 9,3% et 9,9%, en glissements trimestriels, contre des replis respectifs de 3,1% et 3,2% au deuxième trimestre. De ce fait, leurs performances, depuis le début de l'année, se sont établies à +10,6% et +11,3%.

La croissance du marché des actions, au troisième trimestre 2014, a été tirée par une grande partie des secteurs cotés. Ces derniers ont subi des évolutions à la hausse, mais à des degrés divers. Le secteur des télécommunications a marqué la plus forte pro-

gression au troisième trimestre 2014, soit +25,2%, suivi du secteur du pétrole et du gaz (+21,3%), du bâtiment (+15,6%), des assurances (+14,2%) et des équipements électroniques et électriques (+10,6%). En revanche, le secteur de l'électricité a régressé de 12,5%, l'immobilier a fléchi de 11,5% et le secteur de la chimie a baissé de 2,3%.

Une hausse du flux des transactions

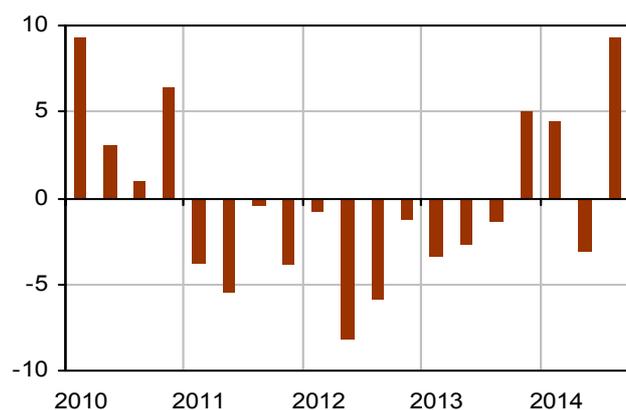
Parallèlement au retour de la tendance haussière du marché boursier, le volume des transactions s'est nettement redressé. En effet, le marché a enregistré une légère amélioration de sa liquidité, soutenue par le redressement de l'activité commerciale et les bénéfices des sociétés cotées, pour la première moitié de l'année 2014. Ce regain de confiance s'est manifesté par un retour des investisseurs au marché des actions, dans un contexte marqué aussi par la baisse des taux et du rendement des bons du Trésor. La poursuite de l'amélioration du volume des transactions est de nature à augurer un prolongement de la consolidation du marché boursier pour les mois suivants. Globalement, le volume trimestriel s'est accru de 109,7% en glissement annuel, au troisième trimestre 2014, au lieu d'un recul de 56,4% une année auparavant.

Le marché central a participé à hauteur de 73,9% du volume global ; les transactions y afférentes ont augmenté de 85,8%, en variation annuelle. Le chiffre d'affaires sur le marché des blocs a bondi de 229,9% et a pu engendrer 26,1% du chiffre d'affaires global.

Dans ce contexte de croissance de la place financière de Casablanca, la capitalisation boursière s'est appréciée au troisième trimestre 2014. Elle s'est située à 497 milliards de dh, enregistrant, ainsi, un accroissement de 8,9%, comparée à un trimestre plus tôt, soit un gain de 40,5 milliards de dh environ.

Indice MASI

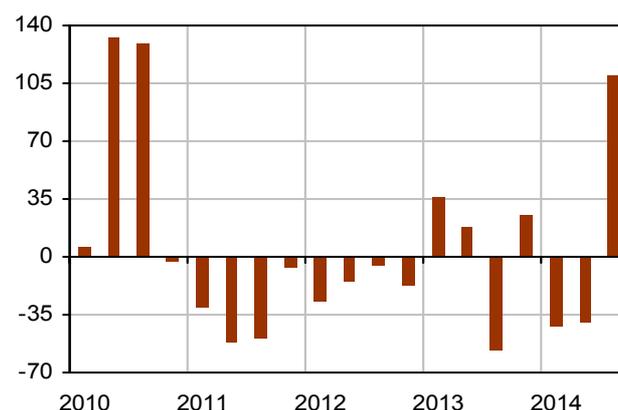
(GT en %)



Source : SBVC, élaboration HCP

Volume des transactions

(GA en %)



Source : SBVC, élaboration HCP

Indicateurs boursiers

(GT en %)

Rubriques	2012				2013				2014		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III
MASI dont :	-0,7	-8,2	-5,8	-1,2	-3,4	-2,8	-1,3	5,1	4,4	-3,1	9,3
Agro-alimentaire	0,0	1,3	-7,2	3,4	3,5	7,8	-1,0	1,3	0,6	-2,3	-0,5
Assurances	-1,4	-11,4	-1,3	4,3	-9,6	-1,8	-0,5	5,5	5,8	-3,3	14,2
Banques	-0,6	-5,2	-3,5	-2,9	0,6	4,7	-1,0	-0,9	1,3	-2,4	9,2
Bâtiment	2,1	-6,1	-10,4	-4,4	-18,0	-6,9	0,2	24,7	9,8	1,7	15,6
Boissons	-13,6	-6,4	2,9	26,7	8,9	3,4	-6,8	-1,9	-2,4	1,0	8,0
Chimie	-11,3	-16,3	-6,6	-6,9	2,5	-0,1	0,1	6,3	50,2	-0,8	-2,3
Distribution	2,3	-4,1	-2,4	-6,5	0,3	4,1	4,5	3,0	4,4	-2,3	2,3
Electricité	-	-	-	-	-	-	-	-	-1,5	2,3	-12,5
Equipements électroniques et électriques	-5,2	-5,1	-9,0	-16,5	-10,8	-21,7	-5,7	10,7	28,8	-13,7	10,6
Immobilier	0,8	-4,6	-6,9	-2,6	-9,9	-16,6	-2,0	23,3	6,0	-5,3	-11,5
Pharmacie	-20,4	-0,1	3,1	11,7	-1,5	-7,5	4,6	4,0	5,6	-4,8	0,6
Ingénieries et biens d'équipement industriels	-2,4	-6,5	-14,8	-13,0	-0,6	-18,4	8,7	2,2	20,4	6,3	10,3
Loisirs et hôtels	-1,2	-17,2	-28,3	-1,3	7,7	48,0	23,9	-14,1	41,5	0,3	-1,9
Logiciels	-13,9	-3,1	-16,5	-12,4	0,1	5,5	3,0	-1,1	17,4	-2,8	6,0
Mines	0,0	-9,3	-5,8	6,0	10,7	-12,5	-6,1	-4,5	10,1	-8,2	-1,6
Pétrole et gaz	-18,6	-5,8	-9,7	-9,4	-7,9	-4,2	1,5	3,2	6,8	-7,8	21,3
Services aux collectivités	5,9	-16,7	-12,7	-2,3	9,3	15,0	4,0	-1,5	14,2	-3,2	3,8
Sociétés de financement	-0,7	-1,5	6,2	2,6	-9,7	-1,0	6,7	1,6	-0,7	-8,8	0,6
Holdings	4,7	-4,6	-7,4	-10,8	-15,5	-1,8	-6,1	21,6	1,2	-1,0	-0,2
Sylviculture et papier	-29,8	-12,4	-11,7	15,7	-11,0	-11,1	-0,6	-17,0	47,7	29,5	-0,3
Télécommunications	0,3	-18,4	-7,2	3,0	0,4	-7,0	-4,0	1,1	4,2	-5,0	25,2
Transport	2,7	-8,0	-12,7	-11,8	21,7	-2,1	-5,3	-4,6	33,8	2,1	4,2
MADEX	-0,6	-8,4	-5,8	-1,5	-3,3	-3,0	-1,3	5,3	4,6	-3,2	9,9
Capitalisation boursière	-1,3	-7,3	-5,8	0,1	-3,1	-1,5	-1,3	7,5	4,0	-2,7	8,9

Source : SBVC, calculs HCP

Chiffre d'affaires

(GA en %)

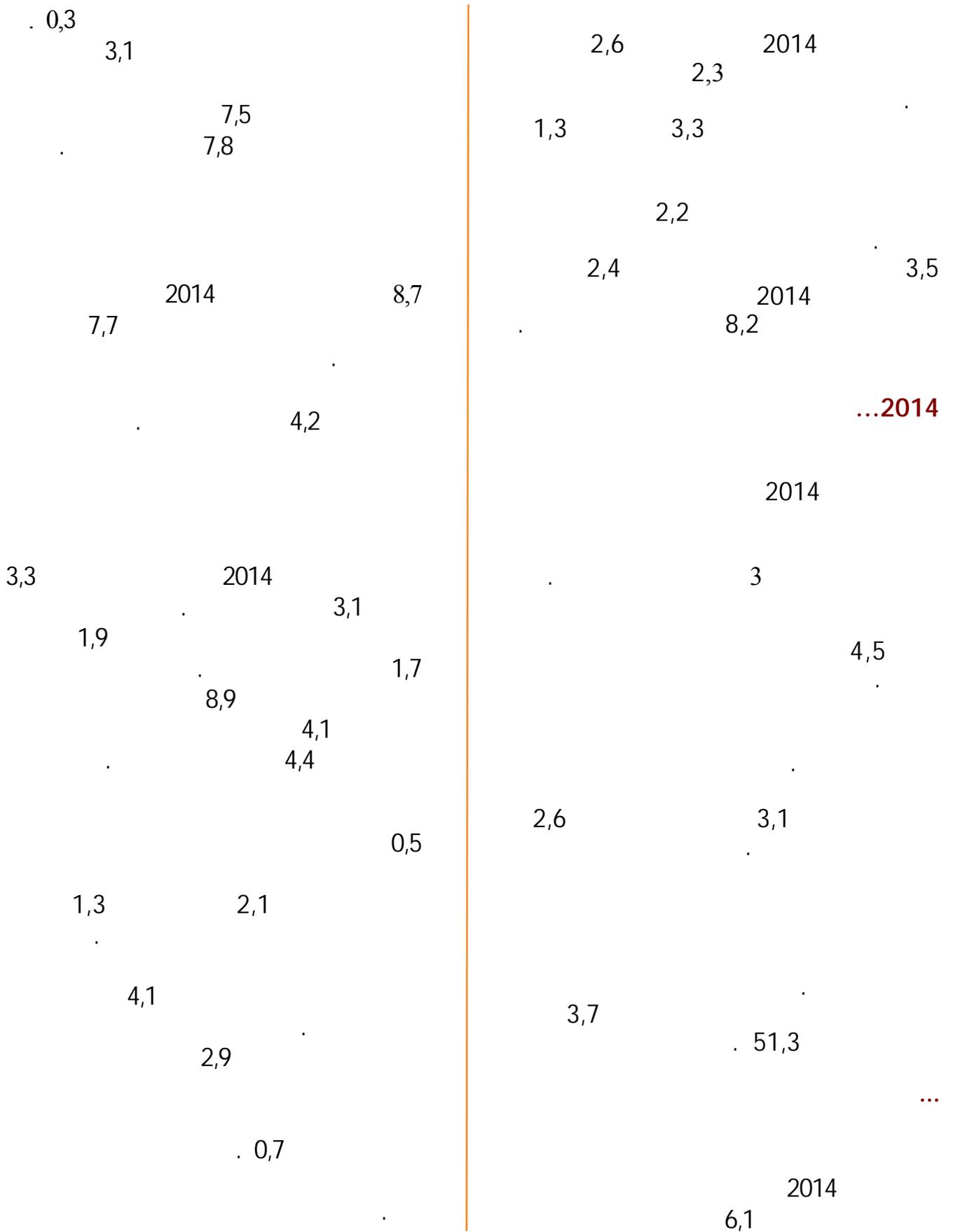
	2012				2013				2014		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III
Marché central	-48,8	34,6	-41,0	-7,3	-8,3	-12,3	-21,5	-13,3	-6,2	-41,2	85,8
Marché des blocs	84,6	-66,1	105,6	-33,5	99,3	141,5	-86,5	117,5	-64,9	-37,7	229,9
Total	-26,9	-14,9	-4,5	-16,9	36,2	17,8	-56,4	25,2	-41,7	-39,8	109,7

Source : SBVC, calculs HCP

SIGNES ET ABREVIATIONS

BAM	:	Bank Al-Maghrib
BTP	:	Bâtiment et travaux publics
CN	:	Direction de la Comptabilité Nationale du HCP
CVS	:	Corrigé des variations saisonnières
DTFE	:	Direction du Trésor et des Finances Extérieurs
EACCE	:	Etablissement Autonome de Contrôle et de Coordination des Exportations
GA	:	Glissement annuel
GT	:	Glissement trimestriel
FBCF	:	Formation brute du capital fixe
Ha	:	Hectare
IPC	:	Indice des prix à la consommation
IMME	:	Industries métalliques, mécaniques et électroniques
IPI	:	Indice de la production industrielle
IS	:	Impôt sur les sociétés
MADEX	:	Most Active Shares Index
MASI	:	Moroccan All Shares Index
MDh	:	Millions de dirhams
MRE	:	Marocains résidant à l'étranger
OCP	:	Office Chérifien des Phosphates
ONE	:	Office National de l'Electricité
PSB	:	Pulpe sèche de betterave
Qx	:	Quintaux
SBVC	:	Société de Bourse des Valeurs de Casablanca
t	:	Tonne
I, II, III, IV	:	Trimestres
S1, S2	:	Semestres
	:	Estimations ou prévisions
-	:	Non disponible
///	:	Il ne serait question d'inscrire un nombre

●●● موجز حول الظرفية الاقتصادية



5,4
 3,8
 2,4
 3,5
 2014 2,8
 2014 2,4
 2013
 2014

MADEX MASI
 2014
 9,9 9,3
 3,2 3,1
 11,3 10,6
 8,9
2014
 2014
 3

TABLEAU DE BORD
(glissement annuel en %)

جدول قيادي
(التغير السنوي ب%)

Secteurs et indicateurs de croissance		2013		2014		الأنشطة القطاعية ومؤشرات النمو
		III	IV	I	II	
PIB (prix 1998)	Valeur ajoutée agricole	18,7	21,2	-2,3	-2,6	القيمة المضافة للنشاط الفلاحي
	Valeur ajoutée non-agricole	1,5	2,0	2,1	3,1	القيمة المضافة للأنشطة غير الفلاحية
	PIB global	4,1	4,6	1,9	2,3	الناتج الداخلي الإجمالي
Indicateurs sectoriels	Ventes de ciment	3,3	0,3	-3,2	-5,4	مبيعات الاسمنت
	Production de phosphate	-4,9	-3,9	4,5	7,1	إنتاج بالفوسفات
	Indice de production électrique	2,1	5,7	3,3	5,3	مؤشر إنتاج الكهرباء
	Indice de production industrielle hors raffinage	0,0	3,0	0,2	0,8	مؤشر إنتاج الصناعة
Taux de chômage (%)	Ensemble	9,1	10,0	10,2	9,3	المجموع
	Urbain	14,0	14,4	14,6	3,6	حضري
	Rural	3,7	4,0	5,1	14,2	قروي
Prix à la consommation (base 2006)	Indice général	1,7	1,0	0,4	0,0	المؤشر العام
	Produits alimentaires	2,3	0,6	-0,7	-1,6	المواد الغذائية
	Produits non-alimentaires	1,3	1,3	1,3	1,3	المواد غير الغذائية
Echanges extérieurs	Exportations	-6,3	3,9	5,2	11,5	الصادرات
	Importations	-1,4	-3,8	7,4	2,6	الواردات
	Déficit commercial	3,5	-10,5	9,5	-5,5	العجز التجاري
	Taux de couverture (en points)	-2,5	3,7	-1,0	4,1	نسبة التغطية (بالنقط)
	Recettes voyages	2,7	-6,9	6,7	6,0	المدخيل السياحية
	Transferts des MRE	3,8	-6,1	0,4	0,4	تحويلات المغاربة الفاطنين في الخارج
Finances publiques	Recettes ordinaires	-1,2	-1,1	2,5	3,6	المدخيل العادية
	Dépenses ordinaires	3,7	0,2	-13,3	-6,7	النفقات العادية
	Investissement budgétaire	7,1	-9,6	30,2	15,5	الاستثمارات العمومية
	Solde budgétaire	41,3	-7,1	-31,7	-36,0	رصيد الحسابات
Monnaie, intérêt et change	Masse monétaire	5,3	3,1	3,5	3,7	الكتلة النقدية
	Réserves internationales nettes	3,1	3,8	4,8	17,3	الموجودات الخارجية الصافية
	Créances nettes sur l'AC	32,6	19,0	6,2	0,3	الديون الصافية على الحكومة المركزية
	Créances sur l'économie	2,8	3,5	5,5	4,1	الديون على الاقتصاد
	Taux d'intérêt interbancaire en %	-0,12	-0,11	-0,02	-0,04	نسبة الفائدة بين البنوك ب %
	Taux adjudications bons du Trésor un an en %	0,37	0,28	-0,56	-0,98	نسبة فائدة سندات الخزينة لسنة واحدة ب %
	Taux de change effectif nominal	-1,4	-1,1	-1,3	-0,4	سعر الصرف الفعلي الاسمي
	Taux de change effectif réel	-1,8	-0,3	-0,7	0,8	سعر الصرف الفعلي الحقيقي
Bourse des valeurs	MASI	-8,4	-2,6	5,3	4,9	مؤشر مازي
	Capitalisation boursière	-5,6	1,3	8,7	7,4	رسملة البورصة
	Volume des transactions	-56,4	25,2	-41,7	-39,8	حجم المعاملات

Date d'achèvement de la rédaction le 29 octobre 2014

INSTITUT NATIONAL D'ANALYSE DE LA CONJONCTURE

HCP, ILOT 31-3, SECTEUR 16, HAY RIAD, RABAT, BP : 178

Tél : 05 37 57 69 00 , Site web : www.hcp.ma