



بنك المغرب  
BANK AL-MAGHRIB

◆ REVUE MENSUELLE DE LA CONJONCTURE  
ÉCONOMIQUE, MONÉTAIRE ET FINANCIÈRE ◆

Novembre 2011





◆ REVUE MENSUELLE DE LA CONJONCTURE ◆  
ECONOMIQUE, MONETAIRE ET FINANCIERE

Novembre 2011



Le présent document a été préparé sur la base des données statistiques arrêtées le 3 novembre 2011

بنك المغرب  
بنك المغرب

# Table des matières

<b>Vue d'ensemble.....</b>	<b>5</b>
<b>I. Environnement international.....</b>	<b>9</b>
Croissance et inflation dans les principaux partenaires .....	12
Principales mesures de politique monétaire .....	16
Marchés mondiaux des matières premières .....	17
<b>II. Comptes extérieurs.....</b>	<b>18</b>
Balance commerciale.....	19
Investissements étrangers directs et de portefeuille.....	20
<b>III. Production, demande et marché du travail.....</b>	<b>22</b>
Comptes nationaux .....	24
Agriculture .....	26
Industrie .....	27
Mines.....	28
Energie.....	29
Principaux indicateurs des activités sectorielles.....	30
Marché du travail .....	31
<b>IV. Finances Publiques.....</b>	<b>32</b>
Charges et ressources du Trésor .....	33
<b>V. Monnaie, taux d'intérêt et liquidité.....</b>	<b>35</b>
Liquidités et interventions de Bank Al-Maghrib .....	37
Taux d'intérêt .....	38
Monnaie, crédits et placements liquides .....	39
<b>VI. Marché des changes.....</b>	<b>43</b>
Cotation des devises .....	44
Opérations sur le marché des changes .....	46
<b>VII. Marchés des capitaux.....</b>	<b>47</b>
Indices boursiers .....	49
Activité .....	50
Cours.....	51
Gestion d'actifs.....	53
<b>VIII. Evolution de l'inflation.....</b>	<b>56</b>
Décompositions.....	59
Tendance et saisonnalité de l'inflation .....	61
Prix à la production industrielle et pronostics des chefs d'entreprises.....	64
Indices de valeurs unitaires à l'importation .....	65

بنك المغرب  
بنك المغرب

## VUE D'ENSEMBLE

Les données récentes dénotent d'une nouvelle dégradation de la conjoncture internationale et de ses perspectives, avec un ralentissement de l'activité, plus marqué pour les économies avancées comparativement aux pays émergents. Plus récemment, la première estimation du PIB aux Etats-Unis indique toutefois une légère accélération de la croissance, au troisième trimestre.

Sur le marché de l'emploi, le taux de chômage aux Etats-Unis a baissé de 9,1% à 9% entre septembre et octobre. Dans la zone euro, il a légèrement augmenté pour atteindre 10,2% en septembre, recouvrant une baisse à 5,8% en Allemagne, une stabilité à 9,9% en France et une hausse à 8,3% en Italie et à 22,6% en Espagne.

Pour leur part, les tensions sur les marchés financiers ont connu une nouvelle accentuation en octobre 2011, en liaison avec l'effet conjugué de la crise de la dette souveraine des pays périphériques de la zone euro, de la persistance des déséquilibres au niveau des bilans bancaires, ainsi que de la dégradation des perspectives économiques. Les taux obligataires souverains à 10 ans sont ainsi passés, de septembre à octobre 2011, de 21,4% à 23,7% pour la Grèce, de 11,3% à 11,6% pour le Portugal et de 5,5% à 5,7% pour l'Italie. En revanche, les taux de l'Espagne ont stagné à 5,2% et ceux de l'Irlande ont poursuivi leur repli, revenant de 8,4% à 7,9%. Pour sa part, le rendement obligataire souverain à 10 ans de la France a marqué une forte hausse de 30 points de base, en octobre 2011, s'élevant en moyenne à 3%, avec un pic de 3,3% le 24 octobre 2011, tandis que le taux de rendement à 10 ans du Bund Allemand s'est apprécié à 2% contre 1,8%.

Au niveau des marchés monétaires, les taux et spreads ont été orientés à la hausse, le Libor à 3 mois en dollar étant passé de 0,35% en septembre à 0,4% en octobre, et l'Euribor de 1,53% à 1,57%. Sur le marché de change, l'euro a poursuivi sa dépréciation vis-à-vis des autres principales devises, soit une baisse moyenne de 1,45% par rapport au dollar et de 1,04% vis-à-vis du yen japonais, tandis qu'il s'est stabilisé face à la livre sterling d'un mois à l'autre, en glissement mensuel.

Après la baisse quasi généralisée observée en septembre, les principaux indices des économies avancées ont enregistré des hausses en octobre 2011 allant de 1,7% pour le Dow Jones Industrials à 7% pour le DAX, seul le NIKKEI ayant ressorti en baisse de 0,3%. Pour leur part, les indices des économies émergentes ont poursuivi leur mouvement baissier en octobre, l'indice MSCI EM s'étant contracté de 4,9%, en glissement mensuel.

Quant au crédit au secteur privé, il a augmenté, en septembre, de 0,1% aux Etats-Unis et a stagné d'un mois à l'autre dans la zone euro. En glissement annuel, son rythme de progression a atteint 0,9% et 2,5% respectivement aux Etats-Unis et dans la zone euro. Par ailleurs, la dernière enquête trimestrielle auprès des banques sur les conditions d'octroi du crédit dans la zone euro, relève un resserrement de celles-ci au troisième trimestre de 2011, aussi bien pour les crédits aux entreprises que pour ceux octroyés aux ménages, surtout ceux destinés à l'habitat. Quant aux Etats-Unis, l'enquête a montré que les conditions d'octroi se sont resserrées en raison principalement de la dégradation des perspectives économiques.

Au plan de la politique monétaire, hormis la BCE qui a abaissé son taux directeur de 25 points de base le ramenant à 1,25%, les autres principales banques centrales ont maintenu le statut quo, tout en introduisant de nouvelles mesures quantitatives de soutien de la demande et au système financier. S'agissant des mesures coordonnées de sortie de la crise de dettes souveraines en Europe, les dirigeants de l'Union européenne sont parvenus à un accord le jeudi 27 octobre 2011, qui pourrait permettre d'apaiser momentanément les inquiétudes sur les marchés financiers, à travers la mise en place de plusieurs actions allant de la restructuration de la dette grecque et l'accroissement des capacités du Fonds européen de stabilité financière (FESF) à la recapitalisation des banques.

Les prix sur les marchés des matières premières ont poursuivi leur repli en octobre, tel que cela ressort de la baisse des indices Dow Jones UBS des produits énergétiques et des produits hors énergie de respectivement 2,7% et 9,4% en glissement mensuel. Cette diminution reflète la baisse de l'indice Dow Jones UBS des produits agricoles, des métaux de base et du prix du Brent, chiffré à 110,4 dollars le baril, de 10,2%, 11,1% et 1,9% respectivement. Par ailleurs, les prix du phosphate et dérivés demeurent globalement en hausse en octobre par rapport aux niveaux enregistrés une année auparavant, avec toutefois des évolutions mensuelles contrastées selon les produits. En effet, le cours du phosphate brut a connu une légère hausse, de 197,5 en septembre à 198,8 dollars la tonne en octobre, le prix du TSP a augmenté de 4,8% alors que les prix de l'urée et du DAP ont accusé une baisse de 3,3% et 1,8% respectivement.

Le renchérissement des produits de base, enregistré précédemment, continue d'alimenter l'inflation dans les pays avancés. Cette dernière est ainsi passée entre août et septembre de 3,8% à 3,9% aux Etats-Unis et de 2,5% à 3% dans la zone euro. Par ailleurs, une estimation rapide d'Eurostat indique que l'inflation s'établirait également à 3% en octobre. En revanche, l'inflation dans les pays émergents a enregistré une légère baisse, revenant à 6,1% et 7,3% respectivement en Chine et au Brésil.

En dépit d'une dégradation marquée de la conjoncture internationale, les principaux indicateurs de la balance des paiements au niveau national continuent de faire preuve d'une bonne résilience. En effet, les exportations ont enregistré une hausse de 17,6% à fin septembre, reflétant une augmentation de 34,2% des ventes de phosphates et dérivés et de 12,2% des exportations hors OCP. Pour leur part, les recettes de voyages et des transferts MRE, avec des montants respectifs de 45 et de 44,1 milliards de dirhams, se sont accrus respectivement de 5,2% et de 8,2% à fin septembre. Cependant, le déficit de la balance commerciale s'est aggravé de 24,6% à fin septembre 2011, en raison de la hausse de 21,2% des importations, tirée par une progression de 37,9% de la facture énergétique et de 16,2% des importations hors énergie. Pour leur part, les recettes et les dépenses au titre des investissements et prêts privés étrangers, chiffrées respectivement à 18,1 milliards de dirhams et à 6,4 milliards, ont connu des baisses de 15,7% et de 69,5%, soit une entrée nette de 11,7 milliards de dirhams.

Les dernières données relatives aux comptes nationaux dénotent de la bonne tenue de l'activité agricole et d'un ralentissement du secteur non agricole. En effet, la valeur ajoutée agricole a progressé de 4,6% après 3,7% un trimestre auparavant et celle non agricole s'est accrue de 4,2% au lieu de 4,7% le trimestre précédent. La croissance nationale est ainsi revenue de 5% au premier trimestre à 4,2% au deuxième trimestre.

Au niveau des évolutions sectorielles, les derniers indicateurs disponibles laissent indiquer une légère amélioration des performances des activités secondaires. En effet, les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie relatifs au mois de septembre montrent une amélioration de l'activité après la baisse observée en août. Le taux d'utilisation des capacités de production a ainsi progressé d'un point de pourcentage à 71%, tandis que les perspectives d'évolution de l'activité manufacturière pour les trois prochains mois s'annoncent globalement favorables, selon les anticipations des professionnels. Au niveau du secteur du bâtiment et travaux publics, les principaux indicateurs montrent la poursuite du redressement observé depuis le début de l'année, avec notamment une augmentation de 8,7% des ventes de ciments et de 11,7% des crédits immobiliers accordés aux promoteurs à fin septembre, en glissement annuel. Concernant le secteur minier, la production marchande de phosphate a progressé de 5,7% au terme du troisième trimestre en relation avec le dynamisme de l'activité de transformation. Ainsi, la production d'acide phosphorique et des engrais ont augmenté, respectivement, de 11% et de 26%, alors que les exportations de phosphate brut ont reculé de 6,3%. Parallèlement, le chiffre d'affaires à l'export du groupe OCP a progressé de 32%, pour s'établir à 35 milliards de dirhams.

Au niveau du secteur énergétique, la demande d'électricité s'est accrue de 7,5% à fin septembre, en relation avec la hausse de 7% et de 9,1% respectivement de la demande en haute et en basse tension. Pour sa part, la production du secteur de raffinage a augmenté de 9% à fin juillet, en relation notamment avec la hausse de 153% de la production de fuel et de 16% de celle de gasoil.

En revanche, le ralentissement de la valeur ajoutée des activités touristiques, constaté au deuxième trimestre, semble se confirmer à la lumière des données arrêtées à fin septembre. En effet, le flux touristique n'a progressé que de 2%, les nuitées dans les établissements classés ont baissé de 4,5% et le taux d'occupation est revenu en une année de 44% à 41%. Pour leur part, les recettes voyages ont augmenté de 5,3% au lieu de 6,7% à fin septembre 2010. S'agissant des services de communication, ils ont connu des évolutions contrastées au troisième trimestre 2011 par rapport au deuxième trimestre. En effet, le marché de la téléphonie fixe a connu une baisse de 4,9% au troisième trimestre 2011 portant ainsi le taux de pénétration de 11,8% à fin septembre 2010 à 10,9% à fin septembre de l'année en cours. En revanche, la téléphonie mobile s'est accrue de 18,5% au troisième trimestre 2011 et le taux de pénétration est passé de 96,8% à fin septembre 2010 à 112,3% à fin septembre 2011. Pour leur part, les services de l'internet ont connu un accroissement de 75% au troisième trimestre 2011.

La situation du marché de l'emploi a été caractérisée au troisième trimestre 2011 par l'absence de variation significative du taux de chômage national d'une année à l'autre. Ce dernier est, en effet, passé de 9% à 9,1% recouvrant une diminution de 0,3 point de pourcentage en milieu urbain à 13,5% et une augmentation de 0,3 point en milieu rural à 4,1%.

S'agissant des finances publiques, la situation des charges et ressources du Trésor à fin septembre indique une aggravation du déficit budgétaire à 25,6 milliards, les dépenses globales, chiffrées à 186,9 milliards, ayant augmenté de 11,7%, recouvrant une continuité de la hausse des charges de compensation à 37,3 milliards et un recul des dépenses d'équipement et de celles au titre des autres biens et services. En regard, les recettes du Trésor, d'un montant de 157,4 milliards, ont de nouveau augmenté, à la faveur de la hausse des produits de la majorité des impôts directs et indirects.

Les facteurs autonomes de liquidité ont exercé un impact restrictif de 4,3 milliards de dirhams sur les trésoreries bancaires en octobre par rapport au mois précédent, en relation notamment avec la hausse de la circulation fiduciaire, l'amélioration de la position nette du Trésor, ainsi que la diminution des avoirs extérieurs nets de Bank Al-Maghrib. Compte tenu de l'évolution des facteurs autonomes et de l'accroissement du montant minimum au titre de la réserve monétaire de près de 300 millions, le besoin de liquidité des banques s'est élevé à près de 35 milliards de dirhams, contre 30,3 milliards un mois auparavant.

Quant à lui, le taux moyen pondéré sur le marché interbancaire s'est établi à 3,28% en octobre, soit une baisse de 4 points de base par rapport au mois précédent. Pour ce qui est des taux des bons du Trésor à 26 semaines et à 5 ans, émis sur le marché primaire, ils sont restés inchangés à 3,33% et à 3,86% respectivement. Dans le même temps, les taux assortissant les bons à 13, à 52 semaines et à 2 ans ont enregistré des hausses allant de 2 à 4 points de base, pour s'établir respectivement à 3,32%, à 3,48% et à 3,66%. En ce qui concerne les taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois a diminué de 8 points de base, revenant à 3,61% en septembre, recouvrant ainsi une baisse de 7 points de base du taux sur les dépôts à un an et une hausse de 6 points de base de celui appliqué aux dépôts à 6 mois.

Sur le plan monétaire, les dernières données disponibles indiquent une quasi-stabilité des rythmes de croissance annuels des agrégats de monnaie et du crédit bancaire. Ainsi, le taux d'accroissement annuel de l'agrégat M3 s'est situé à 5,1% en septembre, après 5,2% en août et 4,4% en moyenne durant les huit premiers mois de l'année 2011. Cette évolution recouvre une accélération du taux de progression des dépôts à terme, un ralentissement de celui de la monnaie fiduciaire et une stabilité des rythmes de croissance de la monnaie scripturale et des placements à vue.



Concernant les sources de création de la monnaie, les données à fin septembre font apparaître un rythme d'accroissement annuel de 7,7% du crédit bancaire, au lieu de 7,6% en août. Cette évolution recouvre une hausse des prêts immobiliers accordés aux promoteurs et de ceux à la consommation et une décélération des prêts à l'équipement et des facilités de trésorerie. En ce qui concerne les avoirs extérieurs nets, leur encours s'est situé à un niveau inférieur de 3,4% par rapport à celui observé au titre de la même période de l'année 2010. Pour leur part, les créances nettes sur l'administration centrale se sont inscrites en hausse annuelle de 8,5% au lieu de 12,7% un mois auparavant, traduisant principalement la décélération du rythme de progression des créances nettes des autres institutions des dépôts. S'agissant des agrégats de placements liquides, ils se sont renforcés de 10,1% en glissement annuel, contre 9,7% en août, en relation essentiellement avec l'accélération du taux d'accroissement annuel des titres des OPCVM obligataires.

Sur le marché boursier, l'indice MASI s'est déprécié, sur la base des dernières données arrêtées à fin octobre, de 1% en glissement mensuel, soit une contreperformance depuis le début de l'année de 10,3%. En revanche, l'indice FTSE 15, qui reprend les 15 valeurs les plus capitalisées, est resté quasiment inchangé d'un mois à l'autre, enregistrant ainsi un accroissement de 2% depuis le début de l'année. Pour sa part, la capitalisation boursière a accusé une baisse de 0,7%, s'établissant à 527,5 milliards de dirhams. Quant au volume global des transactions, il s'est contracté d'un milliard de dirhams, se situant ainsi à 3,7 milliards. Pour ce qui est du marché de la gestion d'actifs, l'actif net des OPCVM, valorisé au 14 octobre, s'est accru de 1,7% en variation mensuelle, atteignant 220,7 milliards de dirhams. S'agissant de la structure des OPCVM, les fonds obligataires, demeurent prédominants avec une part de marché de près de 60,4%.

Les données du mois de septembre 2011 relatives à l'indice des prix à la consommation continuent de refléter l'absence de tensions inflationnistes significatives. En effet, après avoir atteint 2,2% en août, l'inflation s'est établie à 0,8% en septembre, traduisant l'effet conjugué de la décélération de l'inflation sous-jacente, revenue à 1,6% après 2,2% et de la baisse des prix des produits alimentaires volatils. Ce net ralentissement de l'inflation sous-jacente est attribuable à la baisse exceptionnelle des tarifs « des services de téléphonie et télécopie » de 14,2% d'un mois à l'autre et, dans une moindre mesure, au ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires. L'évolution des prix de la rubrique « services de téléphonie et télécopie » s'est reflétée également au niveau de l'inflation des non échangeables, revenue de 1,3% à 0,1%, soit une contribution quasi-nulle à l'inflation sous-jacente, au lieu d'une contribution moyenne de 0,7 point de pourcentage depuis le début de l'année. En revanche, la contribution des biens échangeables est restée quasi-stable à 1,6 point de pourcentage.

Parallèlement, les données du mois de septembre relatives aux prix à la production indiquent un début de transmission des baisses récentes des cours mondiaux des matières premières. En effet, l'indice global a reculé de 0,5% d'un mois à l'autre, après une hausse de 0,3% en juillet et 1% en août. Toutefois, hors cokéfaction et raffinage, les prix à la production sont restés inchangés entre août et septembre. En glissement annuel, l'indice global a connu un ralentissement de son rythme de progression de 15,9% en août à 15,5% en septembre, portant sa variation moyenne depuis le début de l'année à 14,7%. Pour leur part, les données du mois de septembre relatives à l'indice des prix à l'import font ressortir une décélération de la hausse mensuelle à 0,6% après 1,2% en août dernier, traduisant le ralentissement du rythme de croissance des prix à l'import de l'ensemble des branches.

## I. ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

---

Le ralentissement de l'activité économique dans les pays avancés, observé au deuxième trimestre de 2011, s'est poursuivi selon les données disponibles à fin octobre à l'exception des Etats-Unis où l'estimation du PIB au troisième trimestre 2011 indique une légère accélération de l'activité économique, en variation trimestrielle annualisée. Quant aux pays émergents et en développement, leur croissance demeure relativement vigoureuse, tout en affichant certains signes de ralentissement, notamment au niveau des pays émergents d'Asie.

Selon l'estimation préliminaire du Département américain du commerce, la croissance des Etats-Unis est passée de 1,3% au deuxième trimestre à 2,5% au troisième trimestre, en rythme trimestriel annualisé. En glissement annuel, elle est toutefois restée inchangée à 1,6%, contre 2,2% au premier trimestre et 3% sur l'ensemble de l'année 2010. Cette évolution tient principalement à l'accélération du rythme de progression de la consommation des ménages à 2,4% après 0,7% au second trimestre, ainsi qu'à la hausse des investissements des entreprises de 16,3% contre 10,3% un trimestre auparavant.

Pour la zone euro, les données disponibles restent celles du deuxième trimestre 2011, indiquant un ralentissement de 2,4% à 1,6%, en glissement annuel, en liaison particulièrement avec les moindres performances de l'Allemagne et de la France, dont les PIB respectifs ont augmenté de 1,7% et 2,8% en glissement annuel, après 2,1% et 4,6% au premier trimestre. En Italie et en Espagne, la croissance s'est limitée respectivement à 0,8% et 0,7%. Pour sa part, le PIB du Japon s'est replié au deuxième trimestre de 1,1%, après 0,7% un trimestre auparavant.

Concernant les pays émergents d'Asie, la croissance en Chine est restée soutenue, bien qu'en recul de 9,7% au premier trimestre, à 9,5% au deuxième trimestre et à 9,1% au troisième trimestre. Les données pour l'Inde et le Brésil restent celles du deuxième trimestre, dénotant d'un recul de la croissance respectivement de 7,8% et 4,2% à 7,7% et 3,1%.

Sur le marché de l'emploi, le taux de chômage aux Etats-Unis a reculé de 9,1% à 9% en octobre, tandis que les dernières données pour la zone euro indiquent une légère hausse en septembre, de 10,1% à 10,2%. S'agissant des principaux pays partenaires du Maroc, le taux de chômage en septembre est resté stable à 9,9% en France et a augmenté à 8,3% en Italie et 22,6% en Espagne. En Allemagne, le taux de chômage a baissé à 5,8% en septembre après 5,9% le mois précédent.

Au niveau des indicateurs à haute fréquence, l'indice de confiance du consommateur aux Etats-Unis (Conference Board) a fortement chuté en octobre 2011, à 39,8 points, en recul de 14,2% d'un mois à l'autre et de plus de 20% en glissement annuel. Dans la zone euro, l'indice PMI manufacturier en octobre est revenu de 48,5 à 47,3 points, soit une baisse de 2,5% d'un mois à l'autre et de 13,4% en glissement annuel. De même, l'indice PMI composite est revenu de 49,1 points à 47,2 en octobre, en repli mensuel de 3,9% et de 12,3% en glissement annuel. Concernant le climat des affaires, l'indice IFO en Allemagne a enregistré une baisse de 1% pour s'établir à 106,4 points en octobre, tandis que l'indice Zew (sentiment économique) du même pays a diminué à -48,3 points, contre -43,3 points en septembre.

Parallèlement à la dégradation des perspectives économiques, ainsi qu'en liaison avec les effets de la crise de la dette souveraine dans plusieurs pays avancés et les déséquilibres persistants au niveau du bilan de plusieurs institutions financières, en particulier les banques européennes, les conditions financières ont de nouveau connu des tensions en octobre 2011. Il est toutefois à noter que, l'accord des dirigeants de la zone euro, suite au sommet tenu le 27 octobre 2011, a apaisé momentanément les inquiétudes sur les marchés financiers, en prévoyant plusieurs mesures de sortie de la crise, allant de la restructuration de la dette grecque et l'accroissement des capacités du Fonds européen de stabilité financière (FESF) à la recapitalisation des banques (cf. encadré 1.2).

Les taux obligataires souverains à 10 ans sont ainsi passés, de septembre à octobre 2011, de 21,4% à 23,7% pour la Grèce, de 11,3% à 11,6% pour le Portugal et de 5,5% à 5,7% pour l'Italie. En revanche, les taux de l'Espagne ont stagné à 5,2% et ceux de l'Irlande se sont repliés de 8,4% à 7,9%. Pour sa part, le rendement obligataire souverain à 10 ans de la France a marqué une forte hausse de 30 points de base, en octobre 2011, s'élevant à 3% contre 2,6% un mois auparavant, avec un pic de 3,3% le 24 octobre 2011. Pour sa part, le taux de rendement à 10 ans du Bund Allemand ne s'est que légèrement apprécié à 2% contre 1,8%. Le rendement des Bons du Trésor américains, quant à lui, s'est établi à 2,1% en octobre 2011 au lieu de 2%, le mois précédent.

Sur les marchés monétaires, le taux Libor à 3 mois en dollar a poursuivi sa hausse, passant de 0,35% en septembre à 0,4% en octobre, avec un plus haut niveau depuis août 2010, soit 0,42%, atteint le 25 octobre 2011. L'Euribor est également ressorti en hausse à 1,57% en octobre après 1,53%, un mois auparavant. De même, le spread Libor-OIS dollar s'est élevé à 31,9 points de base en octobre, contre 26,5 points, le Libor-OIS euro s'étant établi à 69,8 points de base contre 74,3 points.

Contrairement à ce qui a été observé en septembre, les principaux indices boursiers des économies avancées ont enregistré des hausses mensuelles en octobre 2011, allant de 1,7% pour le Dow Jones Industrials à 7% pour le DAX, à l'exception du NIKKEI qui a baissé de 0,3%. En revanche, les indices des économies émergentes ont poursuivi leur mouvement baissier en octobre, l'indice MSCI EM s'étant contracté de 4,9% en glissement mensuel et de 7,6% en glissement annuel.

De son côté, le crédit au secteur privé a augmenté de 0,1% aux Etats-Unis et a stagné dans la zone euro entre août et septembre 2011. En glissement annuel, il s'est accru de 0,9% et 2,5% respectivement. La dernière enquête trimestrielle auprès des banques sur la distribution du crédit dans la zone euro, relève un resserrement des conditions d'octroi de crédit au troisième trimestre de 2011, aussi bien pour les crédits aux entreprises que pour ceux octroyés aux ménages, en particulier les crédits à l'habitat. Les résultats montrent également que la demande émanant des entreprises et des ménages, pour les crédits à la consommation, s'est orientée à la baisse durant la même période. De même, l'enquête concernant l'octroi des crédits aux Etats-Unis a relevé que les conditions se sont resserrées en raison principalement de la dégradation des perspectives économiques.

Sur les marchés de change, l'euro a affiché deux profils d'évolution en octobre 2011, poursuivant sa dépréciation au cours de la première semaine, pour revenir à un plus bas niveau de 1,33 dollar, avant d'entamer un mouvement d'appréciation pour s'établir à 1,39 dollar à la fin du mois. En moyenne, la monnaie unique s'est dépréciée de 1,45% par rapport au dollar et de 1,04% vis-à-vis du yen japonais, tandis qu'elle s'est stabilisée face à la livre sterling, en glissement mensuel.

Concernant les décisions de politique monétaire, la BCE a décidé, le 3 novembre 2011, d'abaisser son taux directeur de 25 points de base pour le ramener à 1,25%, alors que la FED et la Banque d'Angleterre ont maintenu leurs taux inchangés dans une fourchette entre 0% et 0,25% et à 0,5%, respectivement.

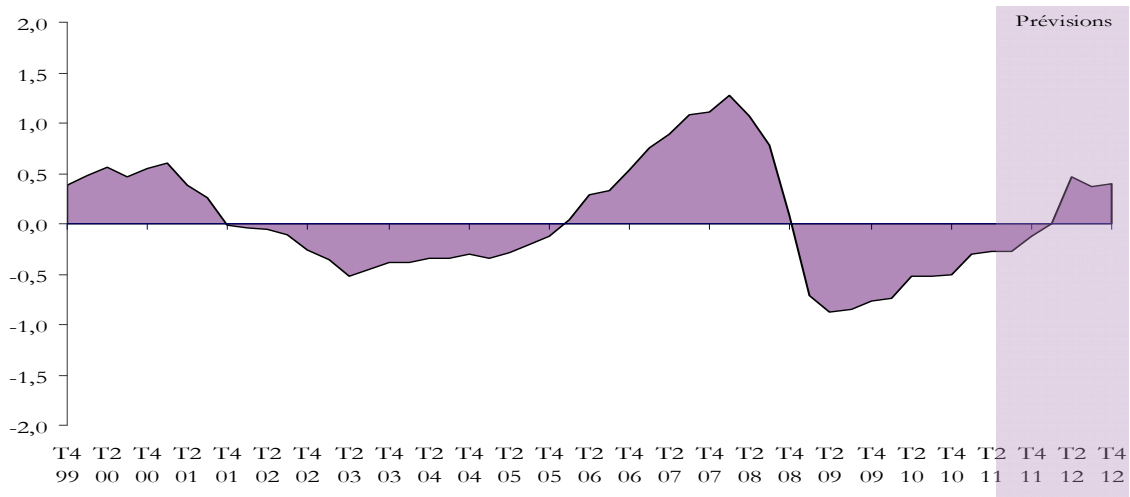
Sur les marchés des matières premières, les cours se sont orientés généralement à la baisse en octobre 2011. En effet, l'indice Dow Jones UBS des produits agricoles, des métaux de base et des produits hors énergie ont connu un important recul, évalué respectivement à 10,2%, 11,1% et 9,4%, d'un mois à l'autre. En glissement annuel, l'indice Dow Jones UBS des produits hors énergie est ressorti toutefois en hausse de 6,8% d'une année à l'autre, recouvrant une baisse de 13,9% de l'indice des prix des métaux de base et un accroissement des prix des produits agricoles de 5,9%. De même, les prix des produits énergétiques, se sont repliés en octobre de 2,7% d'un mois à l'autre, mais restent en hausse de 3,8% en glissement annuel. Le cours du Brent est ainsi ressorti en accroissement de 32,4% d'une année à l'autre, en dépit de la nouvelle baisse mensuelle de 1,9%, après celle de 1,5% le mois précédent.

Pour ce qui est des prix du phosphate et dérivés, ils demeurent globalement à des niveaux supérieurs à ceux observés en 2010, tout en marquant des évolutions divergentes en variation mensuelle au cours du mois d'octobre. En effet, le cours du phosphate brut a connu une légère hausse, de 197,5 à 198,8 dollars la tonne, le prix du TSP a augmenté de 4,8% alors que les prix de l'urée et du DAP ont accusé une baisse de 3,3% et 1,8% respectivement.

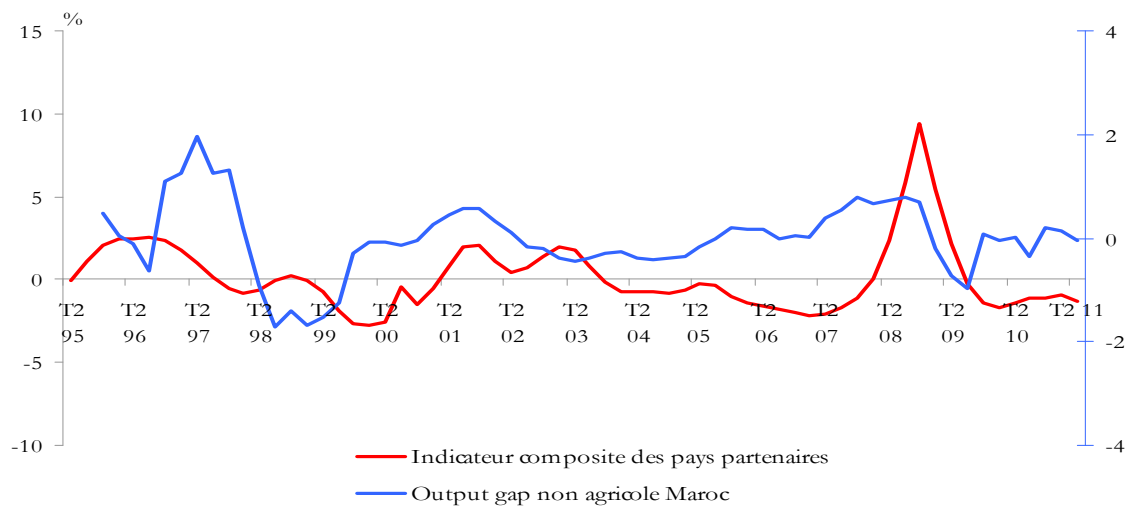
En dépit de la baisse ainsi observée des prix de la plupart des matières premières, l'inflation a augmenté dans les pays avancés en septembre, passant de 3,8% à 3,9% aux Etats-Unis et de 2,5% à 3% dans la zone euro, en raison principalement de la persistance de la hausse des prix des produits énergétiques. Par ailleurs, les dernières estimations d'Eurostat font état d'une stagnation de l'inflation dans la zone euro en octobre à 3%. Concernant les principaux pays partenaires, l'inflation s'est stabilisée en France à 2,4% et s'est inscrite en hausse en Espagne, en Italie, en Allemagne et au Royaume-Uni à respectivement 3%, 3,6%, 2,9% et 5,2%. Pour ce qui est des pays émergents, l'inflation en Chine a poursuivi son mouvement baissier, revenant de 6,2% à 6,1% en septembre. De même le rythme de progression des prix a connu une légère baisse au Brésil, s'établissant à 7,3% après avoir atteint 7,4% le mois précédent.

# CROISSANCE ET INFLATION DANS LES PRINCIPAUX PAYS PARTENAIRES

Indicateur de demande étrangère adressée au Maroc  
(Output-gap des principaux pays partenaires en %)



Evolution de l'indice composite avancé des pays partenaires \*



Sources : - OCDE  
- Calculs BAM

\* Voir encadré page suivante pour la méthodologie

### Encadré 1.1 : Précisions sur l'indice composite pondéré des pays partenaires et sur l'indicateur de chômage pondéré

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

Indice composite avancé des pays partenaires = 53% indicateur OCDE France + 14% indicateur OCDE Italie + 13% indicateur OCDE Allemagne + 20% indicateur OCDE Espagne

Il est à noter que l'indicateur OCDE pour les différents pays est calculé comme une moyenne arithmétique de plusieurs séries de référence, celles-ci étant financières et réelles à la fois, mais aussi différentes pour chaque pays comme le montre le tableau ci-dessous :

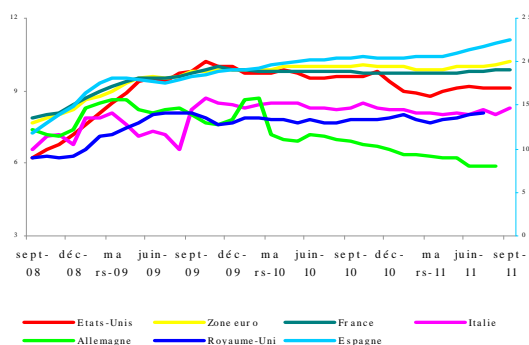
Pays	Séries de référence retenues
France	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Nombre d'immatriculations de voitures</li> <li>- Nombre de créations d'emplois</li> <li>- Indice de confiance des consommateurs</li> <li>- Taux EONIA (inversé)</li> <li>- Spread de taux d'intérêt</li> <li>- Tendance anticipée de la production manufacturière</li> <li>- Projections pour le secteur industriel</li> <li>- Stocks de produits finis</li> <li>- Indice SBF 250</li> <li>- Termes de l'échange</li> </ul>
Allemagne	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Indice du climat des affaires IFO</li> <li>- Tendance anticipée de la production manufacturière</li> <li>- Niveau des carnets de commandes d'exportations</li> <li>- Total des carnets de commandes</li> <li>- Stocks de produits finis</li> <li>- Spread de taux d'intérêt</li> </ul>
Espagne	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tendance anticipée de la production manufacturière</li> <li>- Total des carnets de commandes</li> <li>- Stocks de produits finis (inversé)</li> <li>- Nombre de nuitées (secteur touristique)</li> <li>- Taux des bons de trésor à deux ans (inversé)</li> </ul>
Italie	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Indice de confiance des consommateurs</li> <li>- Taux euribor à 3 mois (inversé)</li> <li>- Tendance anticipée de la production manufacturière</li> <li>- Total des carnets de commandes</li> <li>- Tendance anticipée de la demande</li> <li>- Termes de l'échange</li> </ul>

L'indice composite avancé des pays partenaires obtenu présente une avance d'un semestre sur l'output gap pondéré des pays partenaires et de trois trimestres sur l'output gap non agricole du Maroc.

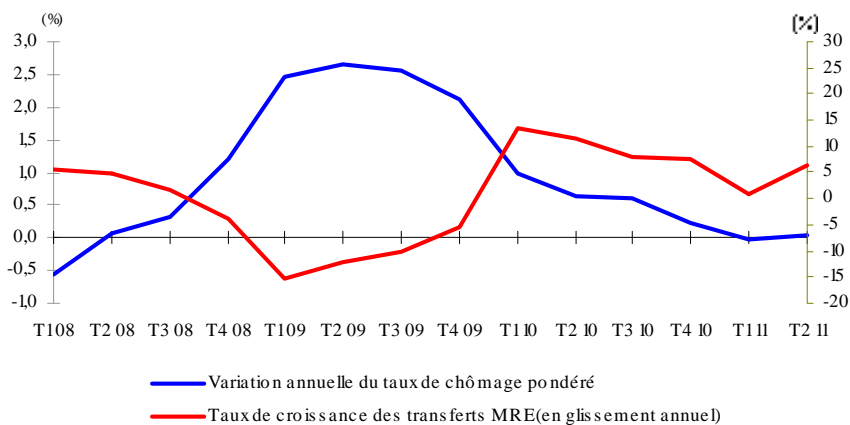
L'indicateur de chômage pondéré est construit à partir du taux de chômage dans les principaux pays partenaires du Maroc (France, Espagne, Allemagne, Italie, Benelux, Etats-Unis, Pays-Bas et Royaume Uni) qui constituent à eux seuls 90,1% des transferts MRE, pondéré par la part des pays en question dans les transferts.

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

(en%)	2009	2010	M7 2011	M8 2011	M9 2011
Etats-Unis	9,3	9,6	9,1	9,1	9,1
Zone euro	9,6	10,1	10,0	10,0	10,2
France	9,5	9,8	9,8	9,9	9,9
Italie	7,8	8,4	8,0	7,9	8,3
Allemagne	7,7	7,1	5,9	5,9	5,8
Espagne	18,0	20,1	21,1	21,2	22,6
Royaume-Uni	7,6	7,8	8,1	N.D	N.D

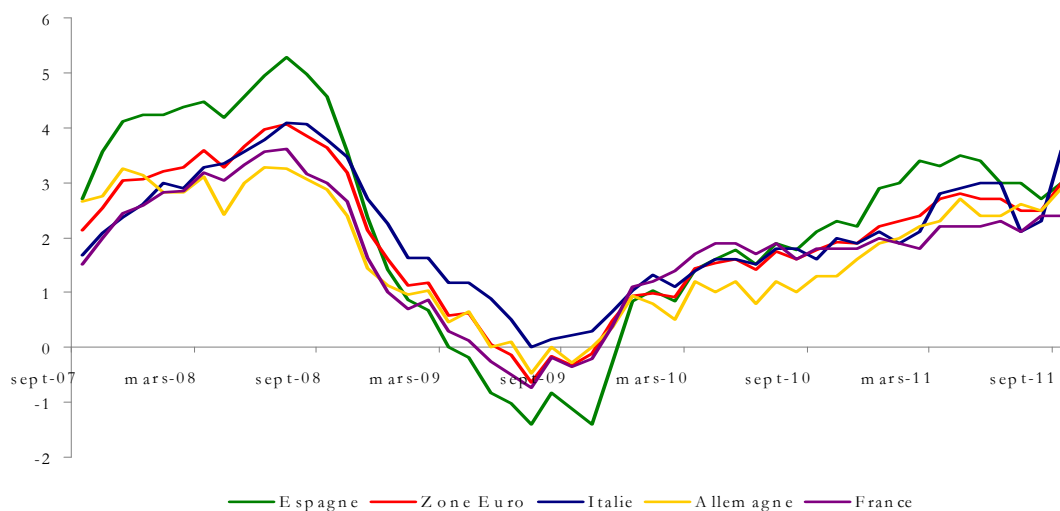


### Evolution du taux de variation annuel du chômage pondéré des pays partenaires et du taux de croissance des transferts MRE\*



Sources : - Datastream et Calculs BAM

### Inflation chez les principaux pays partenaires



Sources : - FMI et Eurostat

### Encadré 1.2 : Accord des dirigeants de la zone euro sur la crise de la dette

Les dirigeants de la zone euro sont parvenus, le 27 octobre 2011, à un accord global ayant comme objectif de faire sortir la zone euro de la crise de la dette souveraine. Cet accord s'articule principalement autour de la restructuration de la dette grecque, de l'accroissement des capacités du Fonds européen de stabilité financière (FESF) et de la recapitalisation des banques. Il est jugé à même d'apaiser les marchés financiers, d'encourager le retour de la confiance et de promouvoir la croissance économique dans la zone.

Les principaux points de l'accord sont :

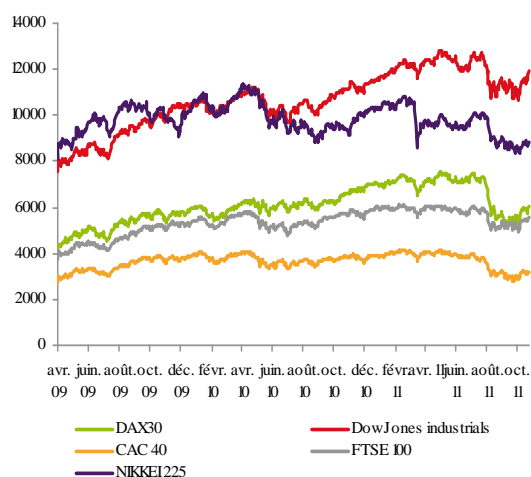
- **L'effacement de 50% de la dette grecque :** En effet, les banques et les fonds d'investissements privés qui détiennent la dette grecque ont accepté de renoncer à 50% de leurs créances sur la dette du pays d'ici 2020. Il s'agit de remplacer les obligations grecques qu'elles détiennent par d'autres dont la valeur sera diminuée de moitié. En contrepartie, le Fonds européen de stabilité financière (FESF) apportera à ces créanciers privés 30 milliards d'euros de garanties sur ces nouvelles créances. Par ailleurs, le plan de 109 milliards d'euros d'aide publique qui a été établi, le 21 juillet 2011, par l'UE et le FMI pour la Grèce sera remplacé par un autre, d'un montant de 100 milliards d'euros, jusqu'en 2014.
- **Les banques devront être recapitalisées en faisant appel en priorité à des sources de capitaux privées :** Selon l'accord, les banques devraient disposer de 9% de fonds propres d'ici le 30 juin 2012 et pour y parvenir, les banques devront faire appel en priorité à des sources de capital privées.
- **Le renforcement de la capacité du FESF :** La capacité de prêt qui atteint actuellement 440 milliards d'euros devrait s'élever à environ 1.000 milliards d'euros. Deux mécanismes devraient se compléter à cet effet. Le premier consistera à garantir une partie des pertes éventuelles des investisseurs privés lorsqu'ils achèteront des obligations souveraines sur le marché primaire. L'autre consistera à créer un ou plusieurs fonds spéciaux destinés à attirer les investisseurs extérieurs privés ou publics, notamment ceux des pays émergents.
- **La généralisation des règles d'or budgétaire :** Parmi les mesures prévues pour renforcer la discipline budgétaire commune de l'Union monétaire figure selon le texte « l'adoption par chaque Etat membre de règles sur un budget équilibré transmettant le Pacte de stabilité et de croissance dans la législation, de préférence au niveau constitutionnel ou équivalent, d'ici fin 2012 ».
- **La tenue de deux sommets par an :** Des sommets de la zone euro auront lieu deux fois par an et seront présidés au moins dans un premier temps, par le président de l'Union Européenne.
- **La BCE est appelé à poursuivre son rôle dans la gestion de la crise en soutenant les pays fragiles comme l'Italie et l'Espagne :** Les gouvernements de la zone euro ont insisté sur le rôle important que joue la BCE dans la résolution de la crise de la dette et qu'elle devrait continuer à le faire notamment pour les pays les plus fragiles comme l'Italie et l'Espagne.



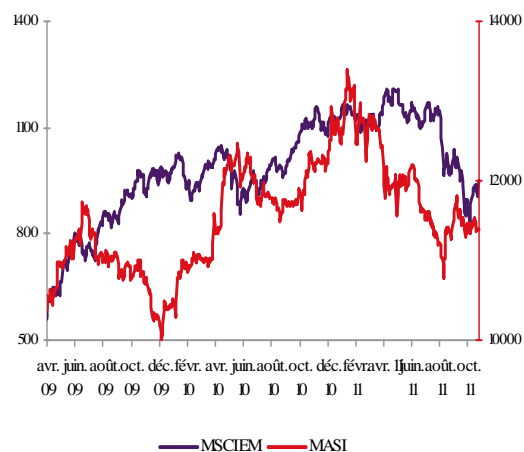
## PRINCIPALES MESURES DE POLITIQUE MONETAIRE

Banques Centrales	Taux directeurs		Commentaires
	Octobre 2011	Novembre 2011	
Banque Centrale Européenne	1,5	1,25	La baisse du taux directeur le 03 novembre 2011
Banque d'Angleterre	0,50	0,50	Statu quo le 10 novembre 2011
Réserve Fédérale américaine	0-0,25	0-0,25	Statu quo le 02 novembre 2011

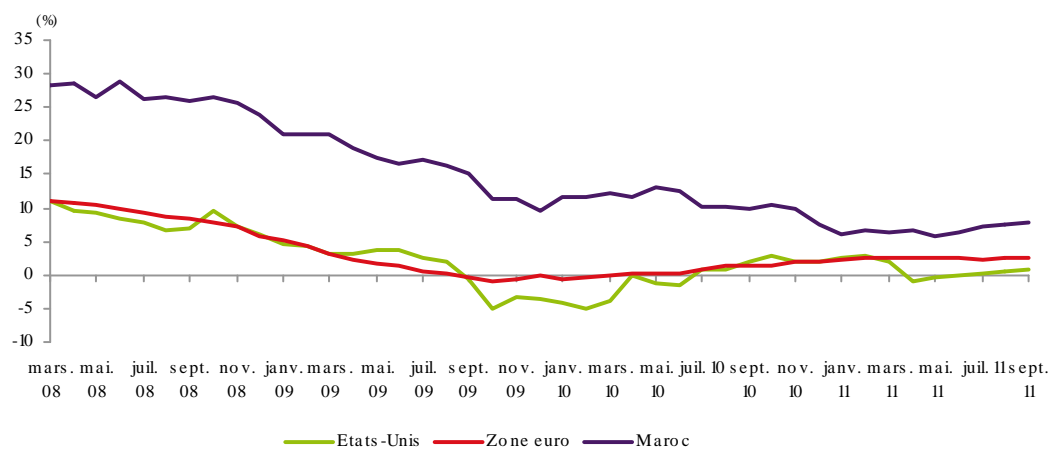
**Evolution des principaux indices boursiers dans les économies avancées**



**Evolution de l'indice MSCI EM**



**Evolution des crédits au secteur privé aux Etats-Unis, dans la zone euro et au Maroc, en glissement annuel**



Source: Datastream

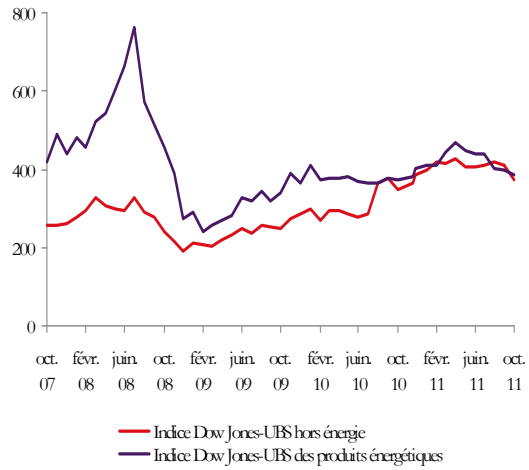
# MARCHES MONDIAUX DES MATIERES PREMIERES

Evolution du cours du pétrole Brent



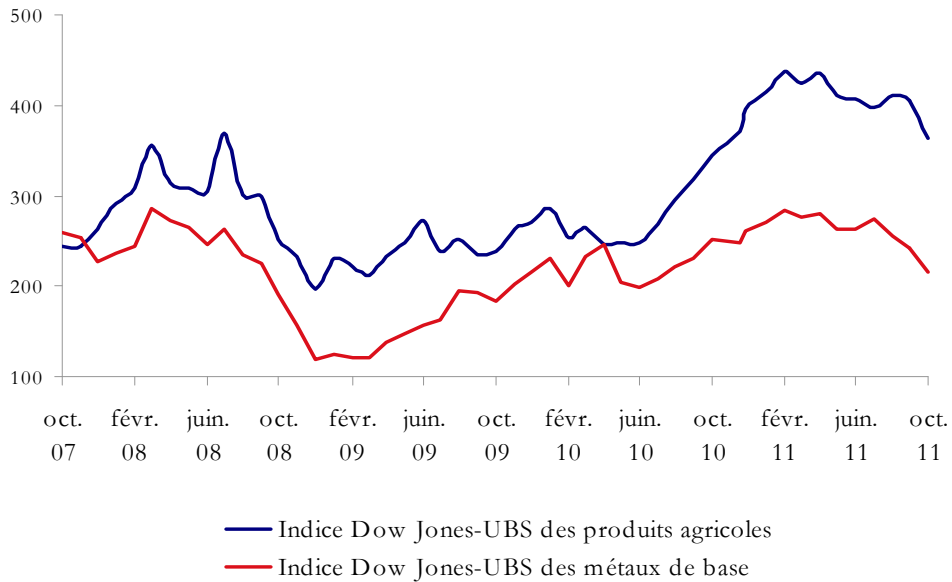
Source : Datastream

Evolution de l'indice Dow Jones-UBS



Source : Datastream

Evolution de l'indice Dow Jones des produits agricoles et des métaux de base industriels



Source : Datastream

## II. COMPTES EXTERIEURS

Au terme des trois premiers trimestres de l'année 2011, le déficit commercial s'est élevé à 138,9 milliards de dirhams, soit une aggravation de 24,6% par rapport à la même période de l'année précédente, contre celle de 2,3% un an auparavant. Cette évolution est liée à la hausse de 21,2%, ou 46,4 milliards de dirhams des importations, rythme plus rapide que celui de 17,6%, ou 18,9 milliards, des exportations. Le taux de couverture s'est ainsi situé à 47,7%, contre 49,1% à fin septembre 2010.

L'accroissement des importations résulte à la fois de la hausse de 37,9% de la facture énergétique et de celle de 16,2% des importations hors énergie. L'expansion des achats de produits pétroliers, qui a contribué à hauteur de 40,7% dans l'accroissement des importations, s'explique essentiellement par les progressions de 26,3% et de 31,8% des prix moyens respectifs de gasoil et fuel, ainsi que du pétrole. Participant à concurrence de 23% à la hausse des importations, les achats de demi-produits ont crû de 23,6%, se chiffrant à 56,3 milliards de dirhams, en liaison notamment avec l'augmentation de 29,3% des achats de matières plastiques et de celle de 28,7% des importations de produits chimiques. Parallèlement, les acquisitions de produits alimentaires, qui ont contribué à hauteur de 16,3% à la hausse des importations, se sont accrues de 37,9%, atteignant 27,5 milliards de dirhams, en relation particulièrement avec la progression de 76,5% des approvisionnements en blé, s'établissant à 7,1 milliards de dirhams, montant similaire à celui enregistré au mois d'août de l'année en cours. Ceux en sucre et en maïs ont, pour leur part, crû respectivement de 61,4% et de 26%, pour le même montant de 3,6 milliards de dirhams. Quant aux produits bruts d'origine minérale, ils ont progressé de 81,6%, s'élevant à 6,9 milliards de dirhams, en liaison avec l'évolution du prix moyen de soufre brut qui a plus que doublé, atteignant 1.437 dirhams la tonne. De même, les achats de biens de consommation, d'un montant de 45,3 milliards de dirhams, se sont accrus de 9,6%, suite notamment à l'accroissement de 40,6% des acquisitions de tissus de fibres synthétiques. En revanche, les importations de biens d'équipement ont enregistré une légère augmentation de près de 1%, pour s'établir à 51,1 milliards de dirhams.

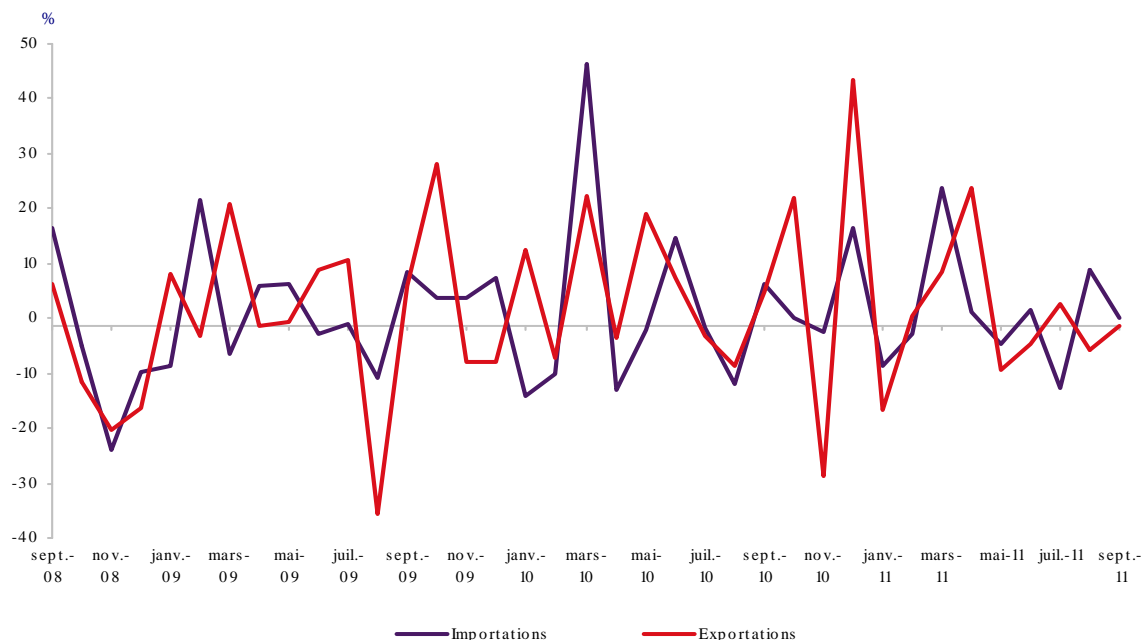
En regard, l'évolution des exportations est principalement attribuable aux ventes de phosphates et dérivés qui se sont établies à 35,4 milliards de dirhams, en hausse de près de 34,2% par rapport à la même période de 2010. Ainsi, les expéditions des dérivés de phosphates se sont élevées à 26,2 milliards contre 20 milliards, tandis que celles de phosphates ont enregistré une progression de 42%, pour atteindre 9,2 milliards de dirhams, contre 8 milliards enregistré au mois d'août dernier. Pour leur part, les exportations hors OCP se sont améliorées de 12,2%, s'élevant à 91,1 milliards de dirhams. Ainsi, les ventes de déchets et débris de cuivre, de vêtements confectionnés, de fils et câbles et d'argent brut ont progressé respectivement de 91,2%, de 8,9%, de 17,6% et de 104,2%. En revanche, les expéditions de produits de la mer et d'agrumes ont accusé des baisses respectives de 12,3% et de 19,8%.

De leur côté, les recettes au titre des voyages, chiffrées à près de 45 milliards de dirhams à fin septembre 2011, se sont améliorées de 5,2%, contre une hausse moyenne de 8,5% durant les trois derniers mois. Pour leur part, les transferts des marocains résidant à l'étranger, estimés à 44,1 milliards de dirhams ont augmenté de 8,2% par rapport à la même période de 2010, contre une progression moyenne de 7,9% enregistrée durant les trois mois précédents.

Dans le même temps, les investissements et prêts privés étrangers ont enregistré des recettes de 18,1 milliards de dirhams, en diminution de 15,7% par rapport à fin septembre 2010, et des dépenses limitées à 6,4 milliards de dirhams, au lieu de 20,9 milliards durant la même période de l'année précédente. Dans ces conditions, les investissements et prêts privés étrangers ont enregistré une entrée nette de 11,7 milliards de dirhams, contre celle de 518,5 millions à fin septembre 2010.

## BALANCE COMMERCIALE

Evolution mensuelle des transactions commerciales globales



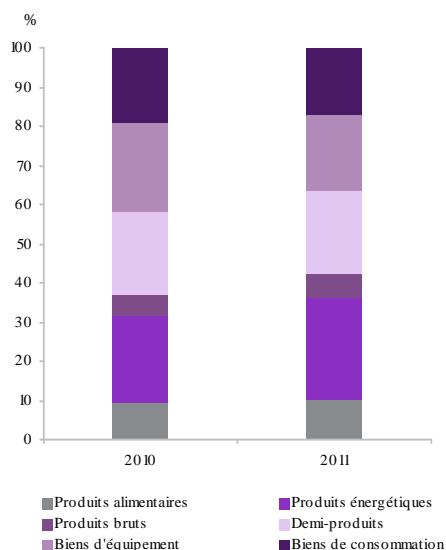
Evolution des principales composantes des échanges commerciaux

Millions de dirhams	Janvier-septembre 2010	Janvier-septembre 2011	Variation en %
<b>Exportations de biens</b>	<b>107 617,8</b>	<b>126 524,3</b>	<b>+17,6</b>
Exportations de phosphates et dérivés	26 420,5	35 448,2	+34,2
Exportations hors phosphates et dérivés	81 197,3	91 076,1	+12,2
Vêtements confectionnés	13 138,5	14 311,1	+8,9
Fils et câbles pour l'électricité	9 494,7	11 169,2	+17,6
Articles de bonneterie	4 994,5	5 436,1	+8,8
Composants électroniques	3 685,2	3 908,3	+6,1
<b>Importations de biens</b>	<b>219 042,4</b>	<b>265 395,9</b>	<b>+21,2</b>
Importations de produits énergétiques	49 711,2	68 563,9	+37,9
Importations hors produits énergétiques	169 331,2	196 832,0	+16,2
Demi-produits	45 750,7	56 344,3	+23,2
Produits alimentaires	19 940,8	27 495,6	+37,9
Biens d'équipement	50 685,7	51 103,9	+0,8
Biens de consommation	41 333,0	45 318,5	+9,6

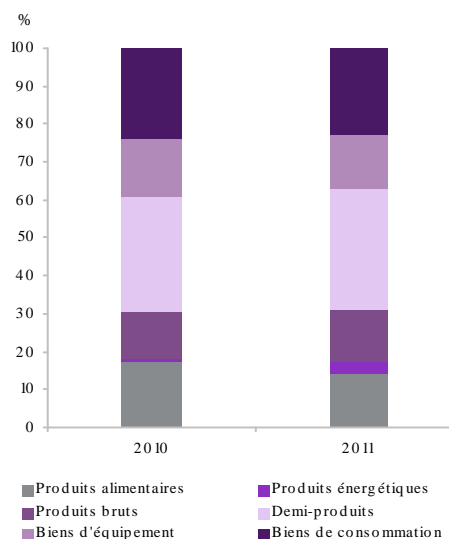
Source : Office des Change

## Evolution des parts des principaux groupes de produits dans les importations et les exportations (glissement annuel)

**Part des principaux groupes de produits dans les importations à fin septembre**



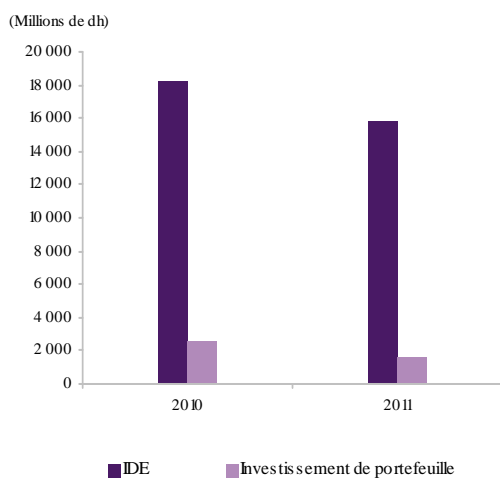
**Part des principaux groupes de produits dans les exportations à fin septembre**



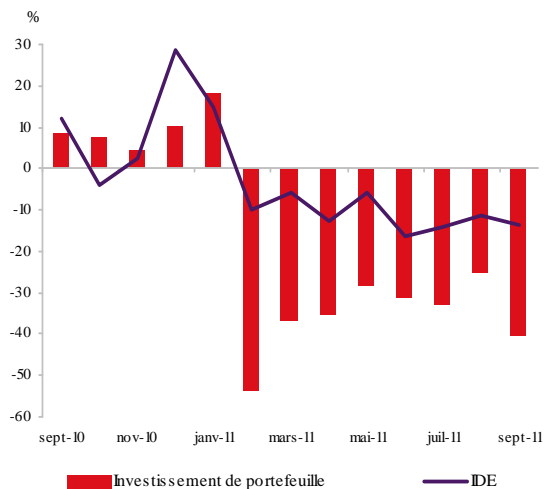
Source : Office des Change

## INVESTISSEMENTS ETRANGERS DIRECTS ET DE PORTEFEUILLE

**Evolution de l'encours des IDE et des investissements de portefeuille à fin septembre**

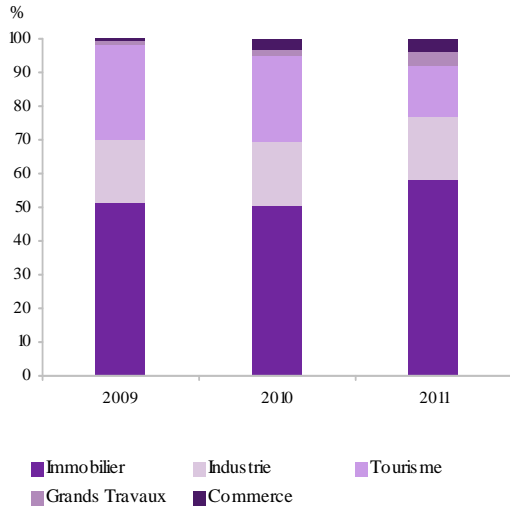


**Evolution des IDE et des investissements de portefeuille en glissement annuel à fin septembre**



Source : Office des Change

Ventilation des IDE par secteur d'activité au deuxième trimestre (Recettes)



Ventilation des IDE par secteur d'activité au deuxième trimestre (Dépenses)



Source : Office des Changes

### III. PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

La croissance nationale s'est établie à 4,2 % au deuxième trimestre 2010, enregistrant ainsi un ralentissement de 0,8 point de pourcentage par rapport au premier trimestre, cette évolution recouvre une accélération de la croissance agricole de 3,7% à 4,6% et une décélération de celle non agricole de 4,7% à 4,2%. La moindre performance des activités non agricoles est imputable principalement au ralentissement des industries extractives et de transformation ainsi qu'à la baisse, en glissement annuel, de 3,8% de la valeur ajoutée de la branche « Hôtels et restaurants » et de 1,9% de celle de la « pêche ».

Au niveau de la demande, celle intérieure a de nouveau soutenu la croissance, avec une progression de la consommation finale des ménages et de celle des administrations publiques de 5,4% et 4,4% respectivement, ainsi qu'une augmentation de 4,2% de la formation brute de capital fixe. La demande extérieure en revanche a contribué négativement à hauteur de 2,1 points de pourcentage à la croissance, en liaison avec la poursuite de l'accroissement plus rapide des importations de biens et services comparativement aux exportations.

S'agissant des évolutions sectorielles, il convient de rappeler que la production céréalière au titre de la campagne agricole 2010-2011 a été estimée à 84 millions de quintaux par le ministère de l'agriculture. A fin septembre, les stocks des céréales ont atteint 18,9 millions de quintaux, en diminution de 15% par rapport au mois précédent. Dans ces conditions, et en relevant le niveau élevé des cours des céréales à l'international qui situent le prix à importation au-delà du prix d'équilibre fixé pour la production nationale, les pouvoirs publics ont décidé de suspendre les droits de douane sur l'importation du blé dur à partir du premier octobre 2011 et du blé tendre dès le 15 novembre.

Quant aux débarquements du secteur de la pêche côtière et artisanale, ils ont accusé un recul de 28% à fin septembre 2011, imputable principalement à la baisse des débarquements des poissons pélagiques. En revanche, la valeur globale a progressé de 8%, en liaison avec la hausse des prix moyen des céphalopodes.

Au niveau du secteur secondaire, les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie relatifs au mois de septembre attestent d'une amélioration de l'activité après la baisse observée en août. Le taux d'utilisation des capacités de production a ainsi progressé d'un point de pourcentage pour se situer à 71% au niveau global et à 65% hors raffinage. Les perspectives d'évolution de l'activité manufacturière pour les trois prochains mois s'annoncent globalement favorables, selon les anticipations des professionnels. Au niveau du secteur du bâtiment et travaux publics, les principaux indicateurs laissent indiquer la poursuite du dynamisme entamé en début d'année, après le net ralentissement et la baisse observés respectivement au troisième et quatrième trimestres 2010. Ainsi, à fin septembre 2011, les ventes cumulées de ciments ont augmenté de 8,7% d'une année à l'autre, tandis que les crédits immobiliers se sont accrus de 11,7%.

Concernant le secteur minier, la production marchande de phosphate a progressé de 5,7% au terme du troisième trimestre, en relation avec le dynamisme de l'activité de transformation. La production d'acide phosphorique a ainsi augmenté de 11% et celle des engrais de 26% en glissement annuel alors que les exportations de phosphate brut ont reculé en volume de 6,3%. Parallèlement, le chiffre d'affaires à l'export du groupe OCP a progressé de 32%, pour s'établir à 35 milliards de dirhams, reflétant des progressions des valeurs des exportations du phosphate brut et de ses dérivés de respectivement de 38% et de 31%, elles même favorisée par le maintien des cours internationaux à des niveaux élevés.

Au niveau du secteur énergétique, la demande d'électricité a augmenté de 7,5%, au terme des neuf premiers mois de l'année, en relation avec la hausse de la demande en haute tension de 7% et en basse tension de 9,1%. En regard, l'accroissement de la production locale d'électricité s'est limité à 5,1%, recouvrant un recul de la production hydraulique de 40% et une progression de 14% de la production thermique. Pour sa part, la production du secteur de raffinage s'est accrue de 9% à fin juillet, sous l'effet notamment de la hausse de 153% de la production de fuel et de 16% de celle de gasoil.

S'agissant du secteur touristique, les principaux indicateurs continuent d'afficher des évolutions contrastées, le flux touristique et les recettes voyages ayant progressé de 2% et de 5,3% respectivement à fin septembre en glissement annuel, alors que les nuitées dans les établissements classés ont baissé de 4,5% et le taux d'occupation est revenu de 44% à 41% d'une année à l'autre.

Concernant la branche des télécommunications, le marché de la téléphonie fixe a connu une baisse de 4,9%, pour un taux de pénétration de 10,9% à fin septembre, au lieu de 11,8% un an auparavant. En revanche, le parc de téléphonie mobile a augmenté de 18,5% et celui d'internet a progressé de 75% en relation principalement avec l'accroissement du parc internet 3G qui a plus que doublé durant la même période.

La situation du marché de l'emploi a été marquée, durant le troisième trimestre 2011, par une légère hausse du taux de chômage de 0,1 point de pourcentage à 9,1%. Cette évolution tient à la diminution de 0,3 point de pourcentage en milieu urbain à 13,5% et à l'augmentation de 0,3 point en milieu rural à 4,1%. Les activités des services, de l'industrie et de l'agriculture ont été à l'origine de la totalité des emplois créés, tandis que le secteur des BTP a accusé une perte nette de 6.000 postes, soit une baisse de l'effectif employé de 0,6%.



# COMPTES NATIONAUX

## Production - comptes nationaux trimestriels base 1998, en glissement annuel

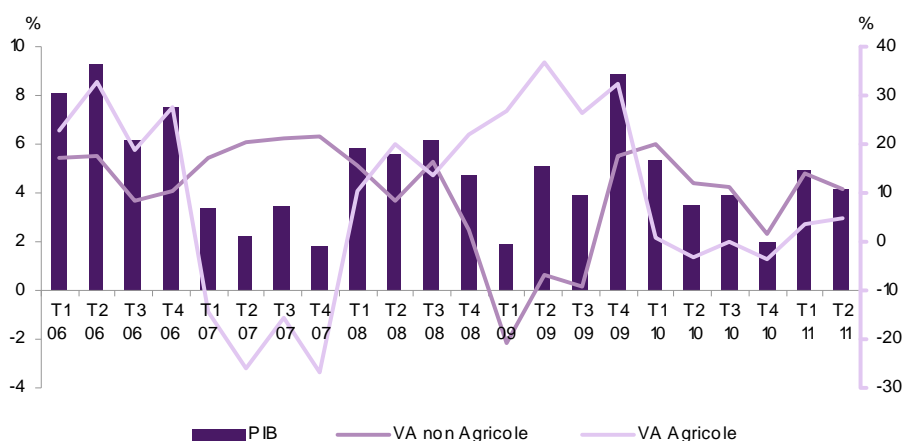
A prix courants	2009				2010				2011	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
<b>PIB</b>	<b>178 307</b>	<b>182 066</b>	<b>181 561</b>	<b>190 515</b>	<b>186 913</b>	<b>190 115</b>	<b>190 285</b>	<b>196 990</b>	<b>198 043</b>	<b>196 431</b>
(En %)	6,7	7,4	2,6	8,7	4,8	4,4	4,8	3,4	6,0	3,3
<b>Agriculture*</b>	<b>25 945</b>	<b>25 884</b>	<b>23 922</b>	<b>25 006</b>	<b>24 142</b>	<b>24 806</b>	<b>24 255</b>	<b>26 059</b>	<b>25 570</b>	<b>25 984</b>
(En %)	30,7	27,0	12,8	16,2	-6,9	-4,2	1,4	4,2	5,9	4,7
<b>VA non agricole</b>	<b>132 874</b>	<b>136 411</b>	<b>137 847</b>	<b>145 268</b>	<b>145 144</b>	<b>146 054</b>	<b>146 318</b>	<b>151 215</b>	<b>157 058</b>	<b>156 953</b>
(En %)	1,8	2,4	0,7	6,7	9,2	7,1	6,1	4,1	8,2	7,5

A prix constants	2009				2010				2011	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
<b>PIB</b>	<b>146 512</b>	<b>153 695</b>	<b>153 533</b>	<b>160 235</b>	<b>154 386</b>	<b>159 159</b>	<b>159 585</b>	<b>163 430</b>	<b>162 100</b>	<b>165 785</b>
(En %)	1,9	5,1	3,9	8,9	5,4	3,6	3,9	2,0	5,0	4,2
<b>Agriculture*</b>	<b>24 742</b>	<b>26 124</b>	<b>25 320</b>	<b>27 265</b>	<b>24 901</b>	<b>25 243</b>	<b>25 328</b>	<b>26 291</b>	<b>25 829</b>	<b>26 413</b>
(En %)	26,7	36,6	26,3	32,3	0,6	-3,4	0,0	-3,6	3,7	4,6
<b>VA non agricole</b>	<b>104 275</b>	<b>108 747</b>	<b>110 061</b>	<b>114 999</b>	<b>110 549</b>	<b>113 525</b>	<b>114 758</b>	<b>117 690</b>	<b>115 886</b>	<b>118 240</b>
(En %)	-2,2	0,7	0,1	5,5	6,0	4,4	4,3	2,3	4,8	4,2

(\*) Agriculture non compris la pêche.

Sources : HCP, calculs BAM

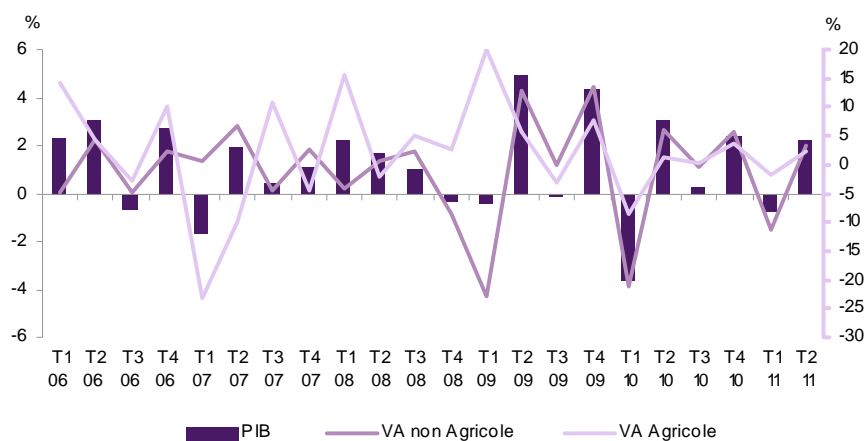
## Taux de croissance réel du PIB, de la VA non agricole et de la VA agricole En glissement annuel



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

	2009				2010				2011	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Secteur primaire	2,8	4,4	3,3	4,4	0,1	-0,7	-0,1	-0,8	0,6	0,7
Secteur secondaire	-2,4	-1,8	-1,2	1,6	1,9	1,7	1,2	1,3	0,9	0,6
Secteur tertiaire	1,2	2,1	1,1	2,2	2,5	1,7	2,0	0,6	2,5	2,4
Impôts nets de subventions	0,4	0,4	0,7	0,6	0,9	0,9	0,8	0,9	1,0	0,5

Taux de croissance réel du PIB, de la VA non agricole et de la VA agricole en variation trimestrielle



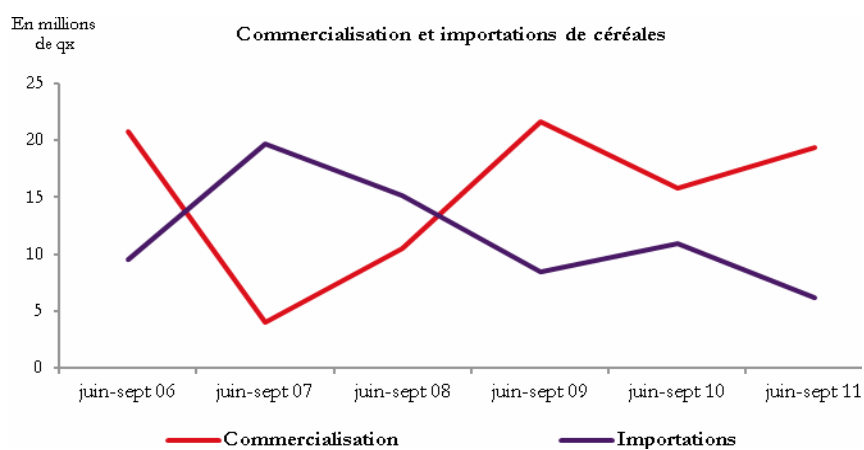
Taux de croissance, en variation trimestrielle, en %

	2009				2010				2011	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
<b>PIB</b>	<b>-0,5</b>	<b>4,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>4,4</b>	<b>-3,7</b>	<b>3,1</b>	<b>0,3</b>	<b>2,4</b>	<b>-0,8</b>	<b>2,3</b>
VA Agricole	20,0	5,6	-3,1	7,7	-8,7	1,4	0,3	3,8	-1,8	2,3
VA non Agricole	-4,3	4,3	1,2	4,5	-3,9	2,7	1,1	2,6	-1,5	2,0

Source: HCP et calcul BAM

## Campagne agricole 2011-2012 au 30 septembre 2011

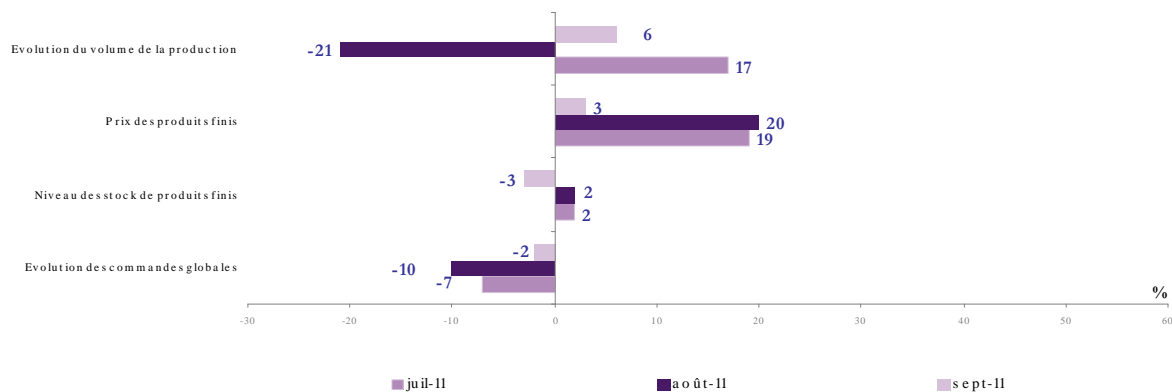
	2010-2011 (1)	2011-2012 (2)	Variations en % (2)/(1)
<b>Indicateurs pluviométriques (au 30-09-2011)</b>			
Cumul pluviométrique (en mm)	6,9	5,8	-16
Taux de remplissage des barrages à usage agricole (en %)	75	71	----
<b>Superficies semées (en milliers d'Ha)</b>			
céréales d'automne	-	-	-
<b>Intrants agricoles (en milliers de qx)</b>			
Semences	-	-	-
Engrais	-	-	-
<b>Exportations d'agrumes et de primeurs (campagne 2010-2011)</b>			
<b>Cultures d'exportation (en milliers de tonnes)</b>			
Primeurs	671	726	8
Agrumes	487	529	9



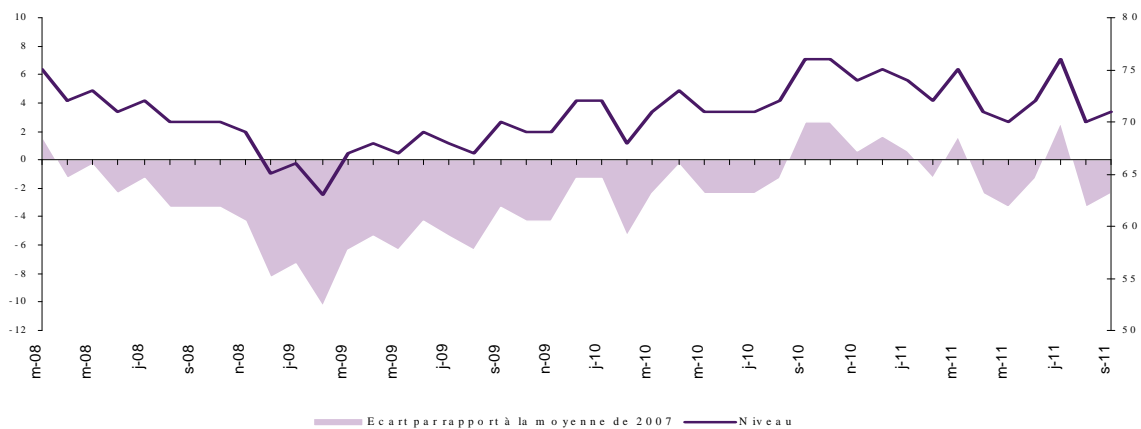
Sources : - Office National Interprofessionnel des Céréales et des Légumineuses (ONICL)  
- Ministère de l'Agriculture, du Développement Rural et des Pêches Maritimes

# INDUSTRIE

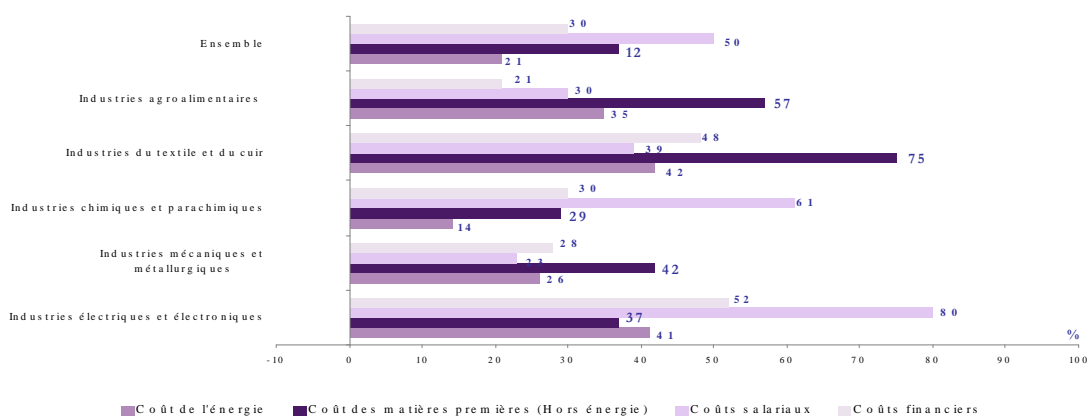
## Résultats de l'enquête BAM (soldes d'opinion)



## Taux d'utilisation de la capacité de production dans l'industrie

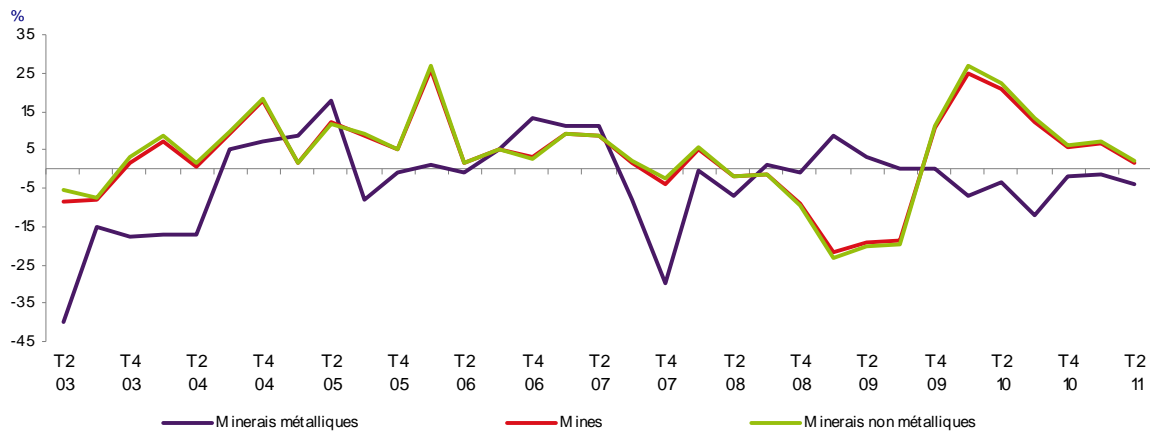


## Evolution des composantes du coût unitaire de production par secteur (Soldes d'opinion au troisième trimestre 2011)

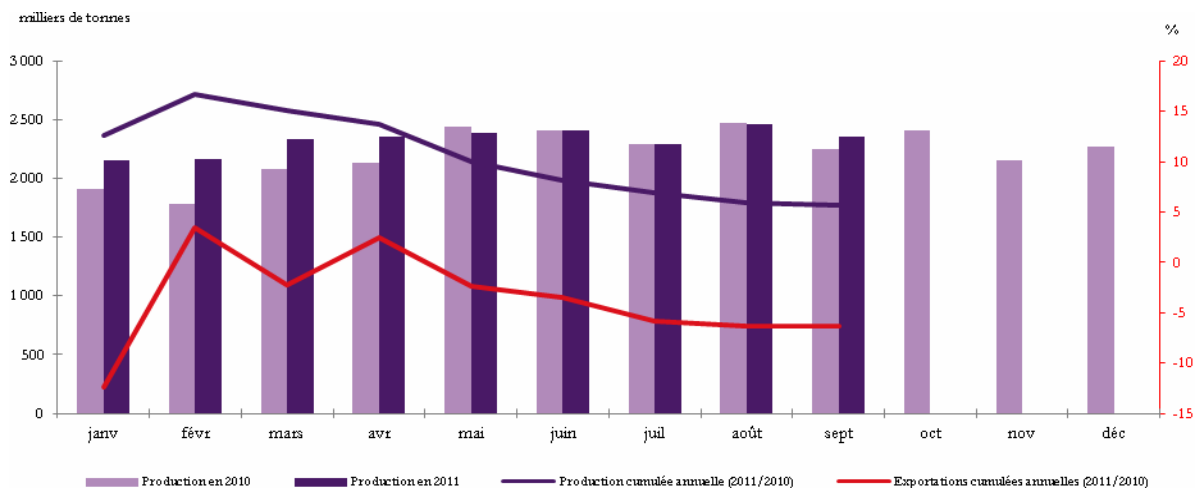


Source : Enquête Mensuelle de BAM

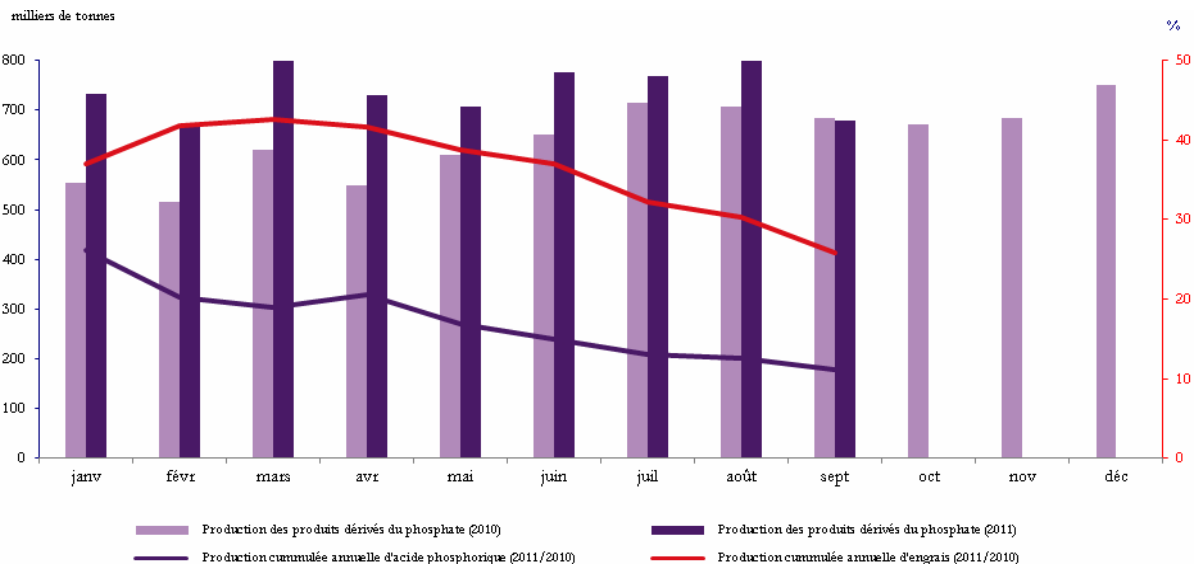
Variation des indices de la production minière (base 100 : 1998)



Evolution de la production et des exportations de phosphate brut



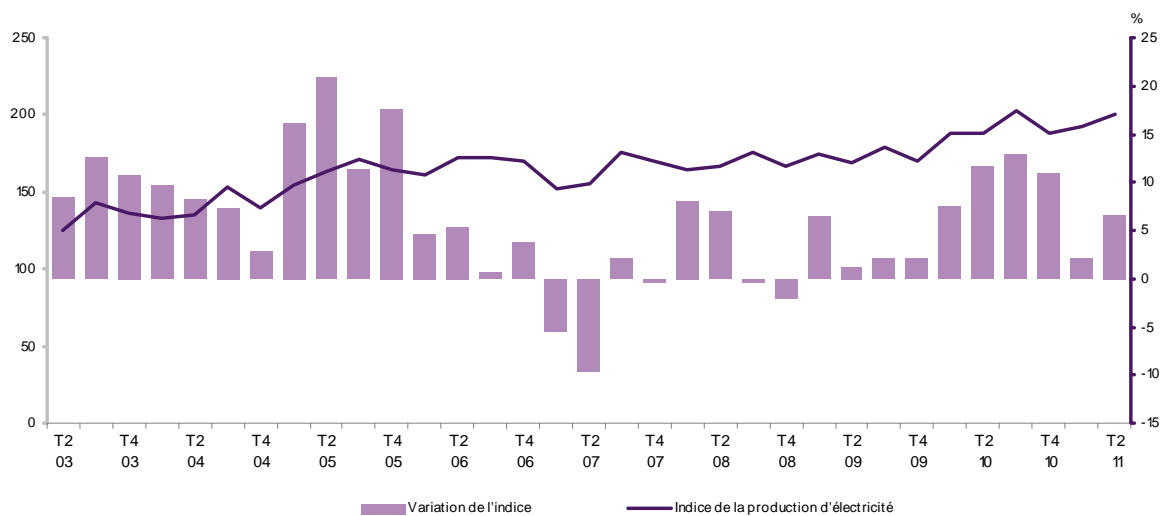
Evolution de la production des produits phosphatés



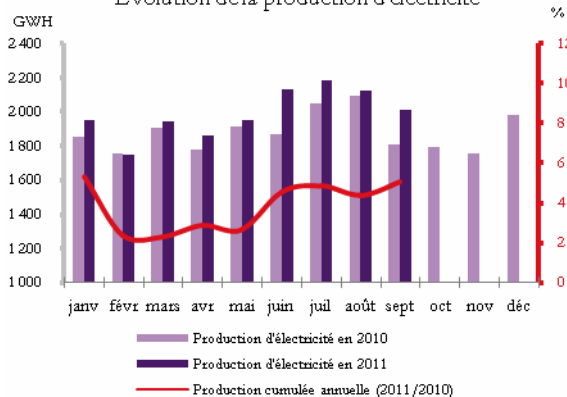
Sources : - HCP  
- Office Chérifien des Phosphates (O.C.P)

# ENERGIE

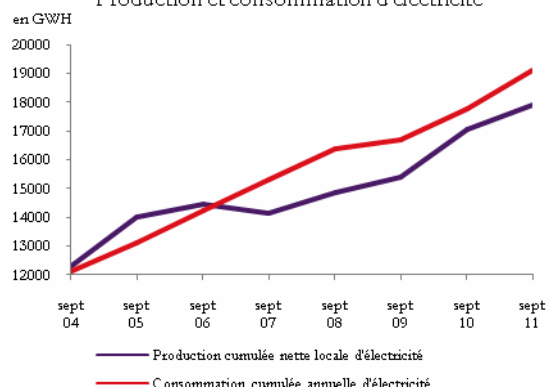
Indice de la production d'électricité et sa variation (base 100 : 1998)



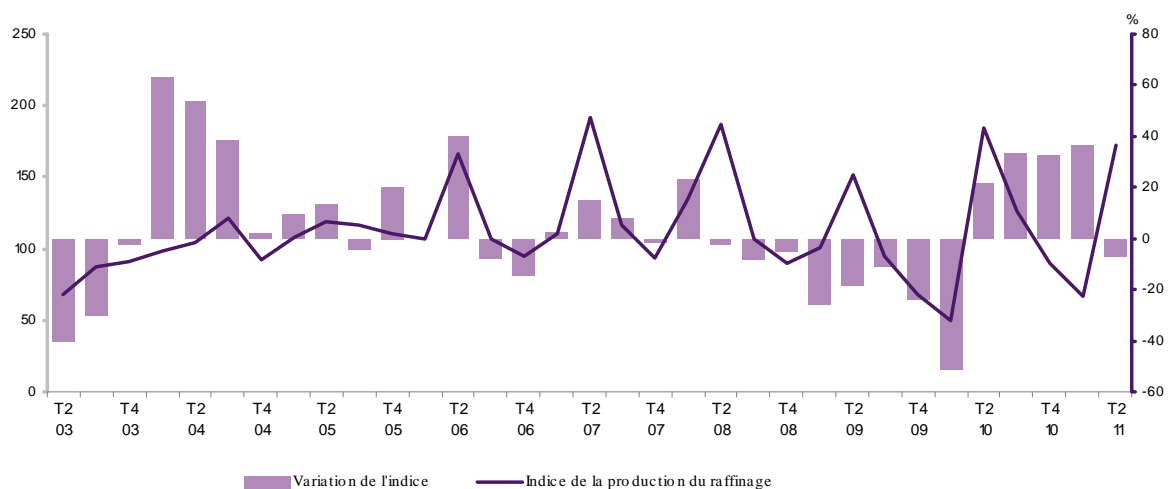
Evolution de la production d'électricité



Production et consommation d'électricité



Indice de la production du raffinage et sa variation (base 100 : 1998)



Sources : - HCP  
Office National de l'Electricité (O.N.E.)

## PRINCIPAUX INDICATEURS DES ACTIVITES SECTORIELLES

### Pêche

(En milliers de tonnes)	A fin septembre		Variation en %
	2010	2011	
Pêche côtière	823,3	596,3	-28

### Energie

Electricité (En millions de kWh)	A fin septembre		Variation en %
	2010	2011	
Production nette locale	17 051	17 919	5,1
Importations	2 952	3 657	23,9
Consommation	17 789	19 121	7,5

Raffinage (En milliers de tonnes)	A fin juillet		Variation en %
	2010	2011	
Pétrole mis en œuvre	3 074	2 906	-5,5
Production	3 203	3 492	9,0
Ventes locales	3 477	3 657	5,2

### Mines

Phosphate (En milliers de tonnes)	A fin septembre		Variation en %
	2010	2011	
Production du phosphate brut	19 786	20 918	5,7
Production des engrais phosphatés	2 618	3 296	25,9
Production d'acide phosphorique	3 066	3 408	11,2

### Tourisme

(En milliers)	A fin septembre		Variation en %
	2010	2011	
Flux touristique	7 150	7 271	1,7
dont : MRE	3 492	3 518	0,7
Nuitées dans les établissements classés	13 784	13 164	-4,5
Dont : Non résidents	10 628	9 669	-9,0
Taux d'occupation (en %)	44	41	---

Sources : - Office National des Pêches (O.N.P.)  
 - Ministère de l'Agriculture et des Pêches Maritimes  
 - Office National de l'Electricité (O.N.E.)  
 - Société Anonyme Marocaine de l'Industrie de Raffinage (S.A.M.I.R.)  
 - Office des Changes (O.C.)  
 - Ministère du Tourisme et de l'Artisanat  
 - Association Professionnelle des Cimentiers

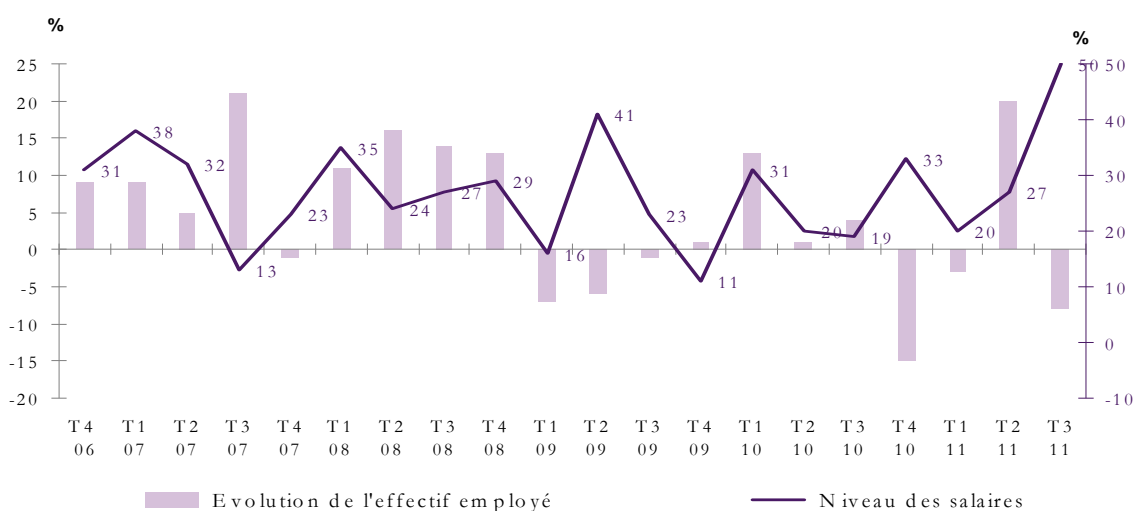
# MARCHE DU TRAVAIL

Indicateurs trimestriels d'activités et de chômage par milieu de résidence, glissement annuel\*

	3ème trimestre 2010			3ème trimestre 2011		
	Urbain	Rural	Ensemble	Urbain	Rural	Ensemble
<b>Activité et emploi (15ans et plus)</b>						
Population active (en milliers)	5911	5412	<b>11323</b>	6105	5436	<b>11541</b>
Taux d'activité (en%)	42,8	58	<b>49</b>	43,3	57,8	<b>49,1</b>
<b>. Selon le sexe (en%)</b>						
Hommes	69,3	80,9	<b>74</b>	69,6	80,5	<b>74</b>
Femmes	18	36,3	<b>25,3</b>	18,5	36,3	<b>25,6</b>
<b>. Selon le diplôme (en%)</b>						
Sans diplôme	37,9	60,2	<b>49,7</b>	37,7	60	<b>49,4</b>
Ayant un diplôme	47,6	48,5	<b>47,8</b>	48,4	49	<b>48,6</b>
Population active occupée (en milliers)	5095	5207	<b>10302</b>	5280	5212	<b>10492</b>
Taux d'emploi (en%)	36,9	55,8	<b>44,5</b>	37,4	55,4	<b>44,6</b>
Part de l'emploi non rémunéré dans l'emploi total	4,7	40,4	<b>28,8</b>	4,4	41,9	<b>23</b>
<b>Chômage</b>						
Population active en chômage (en milliers)	816	205	<b>1021</b>	825	224	<b>1049</b>
Taux de chômage (en%)	13,8	3,8	<b>9</b>	13,5	4,1	<b>9,1</b>
<b>. Selon le sexe (en%)</b>						
Hommes	12,1	4,5	<b>8,7</b>	11,3	4,7	<b>8,4</b>
Femmes	20,2	2,2	<b>9,8</b>	21,5	2,9	<b>11</b>
<b>. Selon l'âge</b>						
15 - 24 ans	29,1	8,7	<b>16,8</b>	32,4	8,9	<b>18,2</b>
25 - 34 ans	20,1	4,1	<b>13,3</b>	19,2	5	<b>13,2</b>
35 - 44 ans	8	1,4	<b>5,3</b>	8,1	1,7	<b>5,5</b>
44 ans et plus	3,1	1	<b>2,1</b>	2,4	1	<b>1,7</b>
<b>. Selon le diplôme (en%)</b>						
Sans diplôme	7,7	2,1	<b>4,1</b>	6,7	2,6	<b>4,1</b>
Ayant un diplôme	18,4	13,1	<b>17,4</b>	18,4	11,3	<b>16,9</b>

\* données redressées selon les nouvelles projections de la population  
Source : HCP

## Evolution du niveau des salaires et des effectifs employés dans l'industrie





## IV. FINANCES PUBLIQUES

Le **déficit budgétaire** au terme des neuf premiers mois de l'année 2011 a atteint 25,6 milliards, au lieu de 20,2 milliards une année auparavant. Cette nouvelle aggravation, essentiellement imputable à la poursuite de la hausse des charges de compensation, aurait été plus accentuée, en l'absence du recul observé des dépenses d'équipement et de celles au titre des autres biens et services, ainsi que du redressement des recettes, lui-même attribuable à l'amélioration des produits de la majorité des impôts directs et indirects.

Les **recettes ordinaires, chiffrées à 157,4 milliards**, ont marqué une amélioration de 7,4% en glissement annuel, reflétant une progression de 6,2% des recettes fiscales et de 24,6% de celles non fiscales. La hausse des recettes fiscales recouvre une augmentation des impôts directs et indirects, ainsi qu'une baisse des recettes relatives aux droits de douane. Les rentrées au titre des impôts directs ont ainsi progressé de 8,4% à 54,1 milliards de dirhams, avec une hausse de 11,2% à 32,6 milliards du produit de l'impôt sur les sociétés, dont 7,3 milliards pour le seul mois de septembre, tandis que les recettes au titre de l'impôt sur le revenu, chiffrées à 20,1 milliards, ont marqué une progression 5,8%.

Pour leur part, les recettes des impôts indirects ont augmenté de 7,4% pour atteindre 71,2 milliards, soit 50,4% du total des recettes fiscales. Le produit de la TVA s'est amélioré de 8,8% à 55 milliards, recouvrant une hausse de 15% de la TVA à l'importation et une quasi-stabilité de celle intérieure à 22 milliards. Les rentrées de la taxe intérieure de consommation, d'un montant de 16,3 milliards, se sont améliorées de 2,8%, tandis que les droits d'enregistrement et de timbre ont drainé un montant de 8,3 milliards, en hausse de 9,6% d'une année à l'autre. En revanche, les recettes des droits de douane continuent leur contraction observée depuis plusieurs mois, revenant en une année de 9,3 milliards à 7,7 milliards.

Les **dépenses ordinaires, en accroissement de 15,8% à 156,7 milliards de dirhams**, ont été tirées principalement par les charges de compensation, d'un montant de 37,3 milliards contre 20 milliards à fin septembre 2010. En revanche, les dépenses de fonctionnement, chiffrées à 89,3 milliards, n'ont augmenté que de 2,3%, sous l'effet du recul de 14,1% des charges au titre des autres biens et services à 25,2 milliards, la masse salariale s'étant établie à 64,2 milliards, en accroissement de 10,5%.

Dans ces conditions, **l'épargne budgétaire s'est limitée à 689 millions**, contre 11,2 milliards à la même date de l'année précédente. Concernant les dépenses d'équipement, d'un montant de 30,2 milliards, elles ont reculé de 5,6%, atténuant ainsi l'accroissement des dépenses globales à 11,7%, pour un montant de 186,9 milliards.

Pour sa part, le stock des arriérés de paiement a atteint 19,8 milliards de dirhams à fin septembre 2011 au lieu de 15,4 milliards en décembre 2010, traduisant ainsi une constitution d'un montant de 4,4 milliards. Compte tenu de l'évolution des arriérés et du solde positif des comptes spéciaux du Trésor de 3,9 milliards, **le déficit de caisse s'est établi à 21,2 milliards**, au lieu de 19,1 milliards au terme de la même période de l'année précédente.

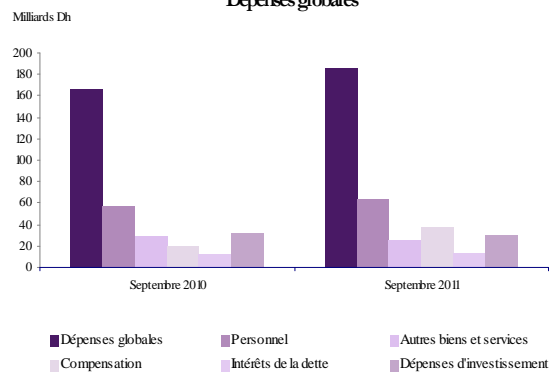
Outre les recettes de privatisation de 5,6 milliards, le financement du besoin du Trésor a été assuré par les ressources intérieures à hauteur de 11,7 milliards et des flux nets du financement extérieur d'un montant de 3,9 milliards de dirhams.

## Charges et ressources du Trésor à fin Septembre 2011

### Recettes ordinaires



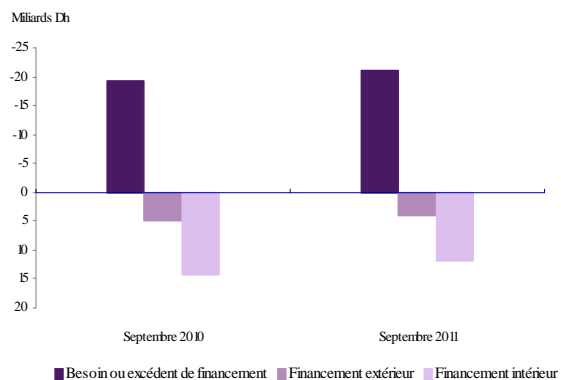
### Dépenses globales



### Solds



### Financement du Trésor



## Tableau des charges et ressources du Trésor à fin septembre 2011

	Janvier- Septembre 2010	Janvier- Septembre 2011	Ecart en valeurs	Ecart en %
<b>Recettes ordinaires</b>	146 522	157 398	10 876	7,4
Recettes fiscales	133 087	141 289	8 202	6,2
Dont TVA	50 510	54 959	4 449	8,8
IR	18 982	20 085	1 103	5,8
IS	29 368	32 643	3 275	11,2
Recettes non fiscales	11 228	13 665	2 437	21,7
Recettes de certains CST	2 207	2 117	-90	-4,1
<b>Dépenses globales</b>	167 342	186 927	19 585	11,7
Dépenses globales (hors compensation)	147 342	149 678	2 336	1,6
<b>Dépenses ordinaires</b>	135 330	156 708	21 378	15,8
Dépenses ordinaires (hors compensation)	115 330	119 459	4 129	3,6
Dépenses de fonctionnement	87 368	89 347	1 979	2,3
Personnel	58 088	64 196	6 108	10,5
Autres biens et services	29 280	25 151	-4 129	-14,1
Compensation	20 000	37 250	17 250	86,2
Intérêts de la dette publique	12 809	13 624	815	6,4
Transferts des collectivités locales	15 153	16 488	1 335	8,8
<b>Solde ordinaire</b>	11 192	689	-10 503	-93,8
Dépenses d'investissement	32 012	30 219	-1 793	-5,6
Solde des CST	621	3 911	3 290	
<b>Solde budgétaire global</b>	-20 199	-25 619		
<b>Solde primaire</b>	-7 390	-11 995		
Variation des arriérés	1 076	4 424		
<b>Besoin ou excédent de financement</b>	-19 123	-21 195		
<b>Financement extérieur</b>	4 879	3 852		
Tirages	9 227	8 765		
Amortissements	-4 348	-4 913		
<b>Financement intérieur</b>	14 209	11 697		
<b>Privatisation</b>	35	5 647		

- Les recettes ordinaires incluent la TVA des Collectivités locales.

Sources : - Ministère de l'Economie et des Finances  
- Bank Al-Maghrif

## V. MONNAIE, TAUX D'INTERET ET LIQUIDITE

En octobre 2011, et comparativement au mois précédent, les facteurs autonomes de liquidité ont exercé un impact restrictif de 4,3 milliards de dirhams sur les trésoreries bancaires, en liaison principalement avec la hausse de la circulation fiduciaire, l'amélioration de la position nette du Trésor, ainsi que la diminution des avoirs extérieurs nets de Bank Al-Maghrib. Compte tenu de l'évolution des facteurs autonomes et de l'accroissement du montant minimum au titre de la réserve monétaire de près de 300 millions, le besoin de liquidité des banques s'est élevé à près de 35 milliards de dirhams, contre 30,3 milliards un mois auparavant.

Dans ce contexte, il convient de signaler que Bank Al-Maghrib a procédé, à fin septembre, à une opération de prise en pension à 3 mois, par appels d'offres, d'un montant de 5 milliards de dirhams. Le règlement de cette opération est intervenu à partir du 3 octobre 2011, et le remboursement s'effectuera le 5 janvier 2012.

Parallèlement, le taux moyen pondéré sur le marché interbancaire s'est établi à 3,28% en octobre, soit une baisse de 4 points de base par rapport au mois précédent. Pour ce qui est des taux des bons du Trésor à 26 semaines et à 5 ans, émis sur le marché primaire, ils sont restés inchangés à 3,33% et à 3,86% respectivement. Dans le même temps, les taux assortissant les bons à 13, à 52 semaines et à 2 ans ont enregistré des hausses allant de 2 à 4 points de base, pour s'établir respectivement à 3,32%, à 3,48% et à 3,66%. Quant au taux de rémunération des comptes sur livrets auprès de la Caisse d'épargne nationale, indexé sur le taux moyen pondéré des bons du Trésor à 5 ans au cours du semestre précédent minoré de 200 points de base, il a été fixé à 1,85% pour le deuxième semestre de l'année 2011, au lieu de 1,9% un semestre auparavant. En ce qui concerne les taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois a diminué de 8 points de base, revenant à 3,61% en septembre, recouvrant ainsi une baisse de 7 points de base du taux sur les dépôts à un an et une hausse de 6 points de base de celui appliqué aux dépôts à 6 mois.

Sur le plan monétaire Les dernières données disponibles à fin septembre 2011 font ressortir une quasi-stabilité des rythmes de croissance annuels des agrégats de monnaie et du crédit bancaire. Ainsi, la progression annuelle de l'agrégat M3 s'est établie à 5,1%, après 5,2% en août et 4,4% en moyenne durant les huit premiers mois de l'année 2011, recouvrant des évolutions divergentes de ses principales composantes. En effet, les taux d'accroissements annuels respectifs de la monnaie scripturale et des placements à vue se sont stabilisés à 4,6% et à 9,3%. En revanche, la monnaie fiduciaire a accusé une baisse mensuelle de 1% et ressort en décélération en glissement annuel avec une progression de 9,9% au lieu de 11% en août. Quant aux dépôts à terme auprès des banques, ils ont enregistré une hausse annuelle de 5,9% contre 3,9% le mois précédent. S'agissant des titres des OPCVM monétaires, en dépit de leur augmentation mensuelle, leur encours demeure inférieur de 20,1% par rapport à celui observé un an auparavant.

Au niveau des sources de création de la monnaie, les données à fin septembre indiquent que le rythme d'évolution annuel du crédit bancaire n'a pas connu de variations significatives, se situant à 7,7% au lieu de 7,6% en août. Sa contribution à la croissance de la masse monétaire demeure significative, se chiffrant à 5,4 points de pourcentage, après 5,3 points un mois auparavant. La quasi-stabilité du crédit reflète des évolutions différenciées selon ses principales catégories. Ainsi, les prêts immobiliers se sont accrus de 11,7% en glissement annuel contre 10,4% en août, traduisant une accélération du taux de progression annuel des financements accordés aux promoteurs immobiliers, celui des crédits à l'habitat étant resté proche du rythme observé lors des derniers mois, soit 11,1%.

De même, les crédits à la consommation, en hausse mensuelle de 4,4%, ont connu une nette accélération en variation annuelle, passant de 6% à 10,1%. En revanche, le taux d'accroissement des facilités de trésorerie est demeuré presque stable, revenant de 17,2% en août à 17%. Pour leur part, les crédits à l'équipement, inchangés d'un mois à l'autre, ont vu leur taux d'accroissement annuel revenir de 5,7% à 4,6%, poursuivant ainsi le mouvement de décélération observé depuis plusieurs mois. Quant aux créances en souffrance, leur augmentation annuelle s'est limitée à 1,6% au lieu de 4,6% un mois auparavant. Par agent économique, l'évolution du crédit recouvre une stabilisation du rythme de croissance des prêts destinés au secteur privé et une hausse de celui des prêts accordés au secteur public. S'agissant des avoirs extérieurs nets, en baisse mensuelle de 1,3% en septembre, leur encours s'est établi à un niveau inférieur de 3,4% comparativement à celui enregistré au titre de la même période de l'année 2010. Quant aux créances nettes sur l'administration centrale, elles se sont accrues de 8,5% en glissement annuel au lieu de 12,7% un mois auparavant, traduisant essentiellement la décélération du rythme de progression des créances nettes des autres institutions des dépôts.

Concernant les agrégats de placements liquides, ils se sont renforcés de 10,1% en glissement annuel, contre 9,7% en août. Cette évolution s'explique principalement par l'accélération du taux d'accroissement annuel des titres des OPCVM obligataires, passé de 4% en août à 7,2%. En revanche, les bons du Trésor négociables inclus dans l'agrégat PL1 et les titres des OPCVM actions et diversifiés ont vu leurs taux de croissance annuels revenir respectivement à 11,8% et à 1,7%, au lieu de 12,8% et 2,2% en août.

## Liquidité et interventions de Bank Al-Maghrib

### Evolution mensuelle des facteurs de la liquidité (données des fins de mois)

En milliards de DH	Encours			Variations	
	déc.-10	sept.-11 <sup>(*)</sup>	oct.-11 <sup>(*)</sup>	oct.-11/sept-11	oct.-11/déc.-10
Billets et monnaies	152,1	163,4	165,7	2,3	13,7
Position nette du Trésor <sup>(1)</sup>	-3,1	-2,2	-4,1	-1,9	-1,0
Avoirs nets de change de BAM	187,5	171,2	169,8	-1,4	-17,8
Autres facteurs	-11,6	-14,3	-13,1	1,2	-1,3
<b>Position structurelle de liquidité <sup>(2)</sup></b>	<b>20,7</b>	<b>-8,8</b>	<b>-13,1</b>	<b>-4,3</b>	<b>-33,8</b>
Réserve monétaire	25,0	21,5	21,8	0,3	-3,2
<b>Excédent ou besoin de liquidité</b>	<b>-4,2</b>	<b>-30,3</b>	<b>-34,9</b>	<b>-4,6</b>	<b>-30,6</b>

\* : Données provisoires

<sup>(1)</sup> La position nette du Trésor (PNT) s'obtient par la différence entre d'un côté, la somme des avances accordées au Trésor et les bons du Trésor-opérations d'Open Market détenus par Bank Al-Maghrib et de l'autre, la somme des comptes du Trésor et du Fonds Hassan II pour le développement économique et social. Les nouveaux statuts de Bank Al-Maghrib limitant l'octroi de concours financiers à l'Etat à la facilité de caisse, la PNT est essentiellement influencée par les mouvements enregistrés au niveau du compte du Trésor et de celui du Fonds Hassan II.

<sup>(2)</sup> La position structurelle de liquidité des banques (PSLB) correspond à l'effet net des facteurs autonomes sur les trésoreries bancaires. Elle est calculée comme suit: PSLB= Avoirs extérieurs nets de Bank Al-Maghrib + Position nette du Trésor + Autres facteurs nets- Circulation fiduciaire

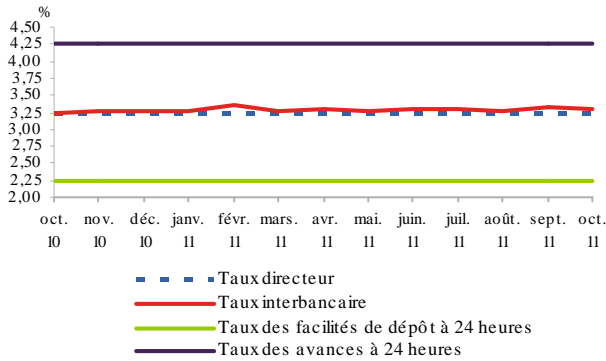
### Interventions de Bank Al-Maghrib sur le marché interbancaire (Données des fins de mois)

En milliards de DH	Encours			Variations	
	déc.-10	sept.-11 <sup>(*)</sup>	oct.-11 <sup>(*)</sup>	oct.-11/ sept 11	oct.-11/déc.-10
<b>Interventions de Bank Al-Maghrib</b>	<b>7,0</b>	<b>28,0</b>	<b>36,0</b>	<b>8,0</b>	<b>29,0</b>
<b>Facilités à l'initiative de Bank Al-Maghrib</b>	<b>7,0</b>	<b>28,0</b>	<b>36,0</b>	<b>8,0</b>	<b>29,0</b>
Avances à 7 jours sur appels d'offre	7,0	28,0	31,0	3,0	24,0
Reprises de liquidité à 7 jours sur appels d'offre	0	0	0	0	0
Opérations d'open market	0	0	0	0	0
Swap de change	0	0	0	0	0
Pension livrée	0	0	5,0	5,0	5,0
<b>Facilités à l'initiative des banques</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Avances à 24 heures	0	0	0	0	0
Facilité de dépôt à 24 heures	0	0	0	0	0

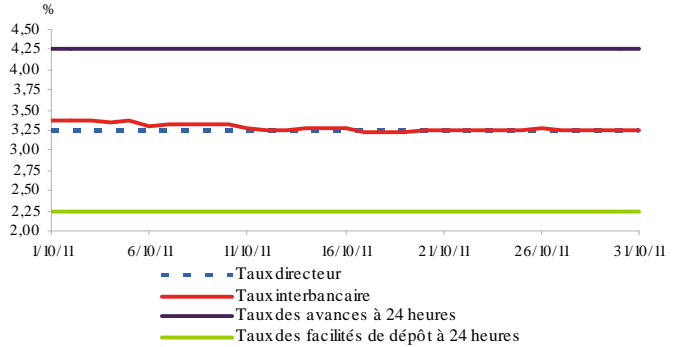
\* : Données provisoires

## Taux d'intérêt

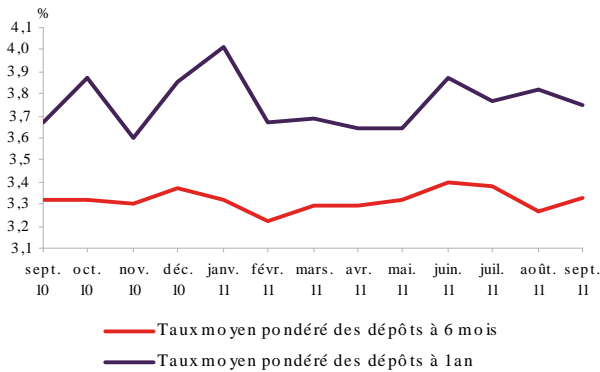
Evolution mensuelle du taux interbancaire (moyenne quotidienne)



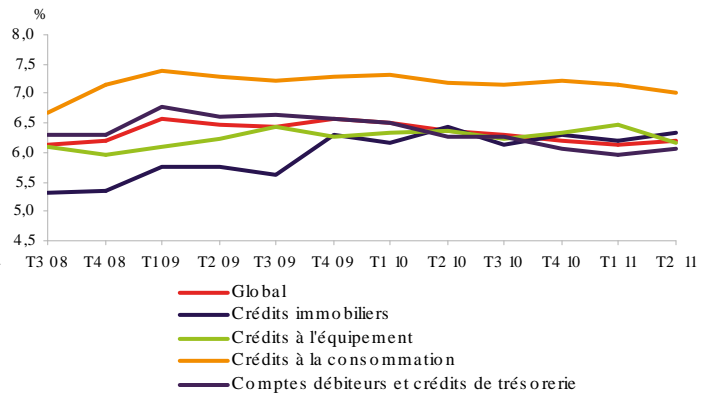
Evolution quotidienne du taux interbancaire en octobre 2011



Taux créditeurs



Taux débiteurs appliqués par les banques



Taux moyens pondérés des bons du Trésor émis par adjudication

	déc. 2010	sept 2011	oct. 2011
21 jours	-	-	-
13 semaines	3,28	3,30	3,32
26 semaines	3,33	3,33	3,33
52 semaines	3,49	3,46	3,48
2 ans	3,63	3,62	3,66
5 ans	3,85	3,86	3,86
10 ans	4,14	4,13	-
15 ans	4,34	-	-
20 ans	-	-	-
30 ans	-	-	-

Taux de rémunération des comptes d'épargne

	1 <sup>er</sup> semestre 2011	2 <sup>ème</sup> semestre 2011
Comptes sur carnets auprès des banques <sup>1</sup>	2,99	2,96
Comptes sur livrets auprès de la Caisse d'épargne nationale <sup>2</sup>	1,90	1,85

	avril 10-mars 11	avril 11-mars 12
Taux maximum des intérêts conventionnels (TMIC)*	14,26	14,14

1 : Le taux des comptes sur carnets auprès des banques est indexé sur celui des bons du Trésor 52 semaines au cours du semestre précédent, diminué de 50 points de base.

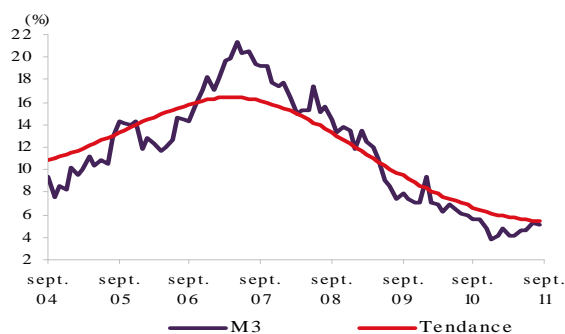
2 : Le taux des comptes sur livrets auprès de la CEN est indexé sur celui des bons du Trésor à 5 ans au cours du semestre précédent, diminué de 200 points de base.

(\*) Le TMIC est fixé en avril de chaque année sur la base de la variation du taux d'intérêt moyen pondéré des dépôts bancaires à 6 mois et 1 an enregistré au cours de l'année précédente. Pour la période allant du 1<sup>er</sup> avril 2007 au 31 mars 2008, ce taux avait été fixé sur la base d'un taux moyen pondéré majoré de 20 points de base. Ce dernier était déterminé sur la base des intérêts perçus en 2006 sur les prêts à la consommation consentis par les établissements de crédit et de l'encours moyen desdits prêts pendant cette même année.

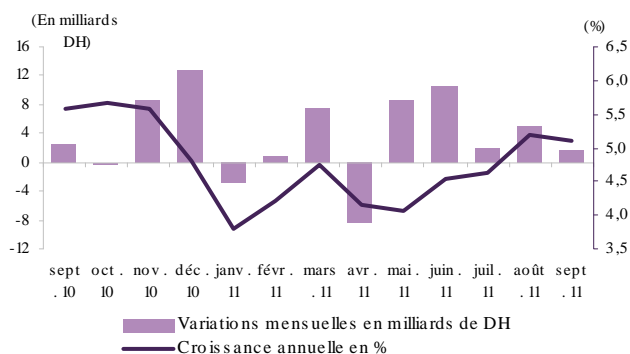
# Monnaie, crédit et placements liquides

## M3 et ses composantes

Taux de croissance annuel de M3 et sa tendance



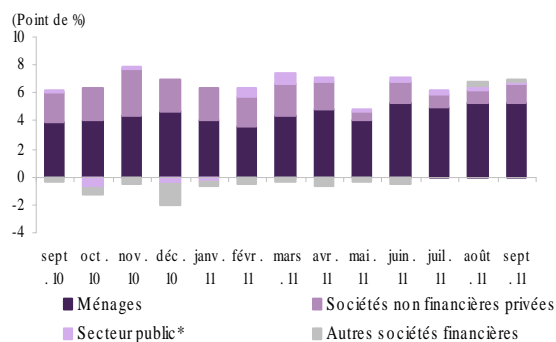
Evolution de M3



Encours en millions DH	Encours à fin sept. 11	Variation mensuelle (en %)	Taux de croissance annuels					
			T4 :10	T1 :11	T2 :11	T3 :11	août 11	sept. 11
Monnaie fiduciaire	156 382	-1,0	5,6	7,7	9,4	10,0	11,0	9,9
Monnaie scripturale	411 839	0,8	5,5	4,3	3,8	4,5	4,6	4,6
<b>M1</b>	<b>568 221</b>	<b>0,3</b>	<b>5,5</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,9</b>	<b>6,3</b>	<b>6,0</b>
Placements à vue	100 552	0,8	7,5	7,2	8,1	9,2	9,3	9,3
<b>M2</b>	<b>668 773</b>	<b>0,4</b>	<b>5,8</b>	<b>5,4</b>	<b>5,7</b>	<b>6,4</b>	<b>6,7</b>	<b>6,5</b>
<b>Autres actifs monétaires<sup>1</sup></b>	<b>259 769</b>	<b>-0,4</b>	<b>4,3</b>	<b>1,4</b>	<b>0,9</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>
Dont : Dépôts à terme	153 750	1,5	3,0	5,2	3,8	4,8	3,9	5,9
Titres des OPCVM monétaires	47 317	0,3	10,4	-9,4	-9,8	-18,3	-17,9	-20,1
<b>M3</b>	<b>928 541</b>	<b>0,2</b>	<b>5,4</b>	<b>4,3</b>	<b>4,3</b>	<b>5,0</b>	<b>5,2</b>	<b>5,1</b>

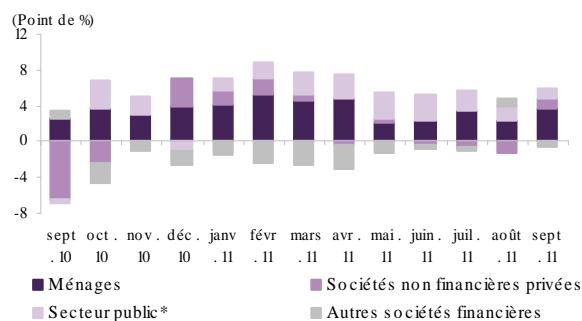
1 : Autres actifs monétaires= Comptes à terme et bons de caisse auprès des banques+Titres OPCVM monétaires+Dépôts en devises+Valeurs données en Pension+Certificats de dépôt à durée résiduelle inférieure ou égale à 2 ans +Dépôts à terme auprès du Trésor+Autres dépôts.

Contribution des secteurs institutionnels à la croissance des dépôts à vue



\* Sociétés non financières publiques, administrations de sécurité sociale et administrations locales

Contribution des secteurs institutionnels à la croissance des dépôts à terme

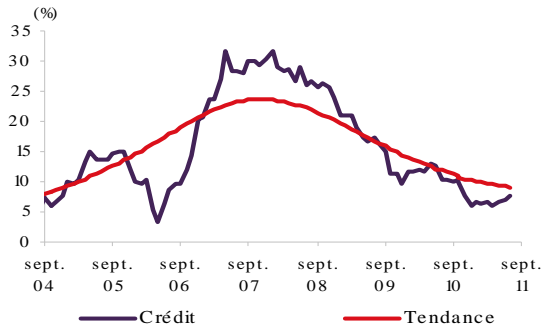


\* Sociétés non financières publiques, administrations de sécurité sociale et administrations locales



# Crédit

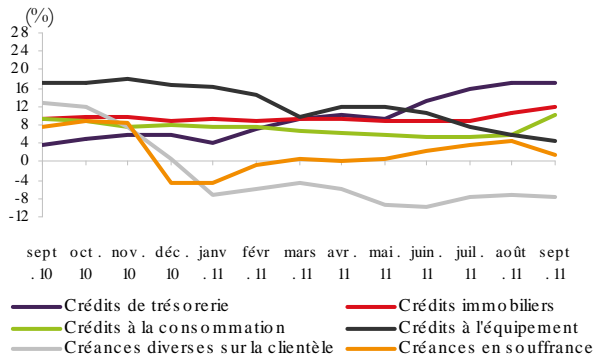
Taux de croissance annuel du crédit bancaire et sa tendance



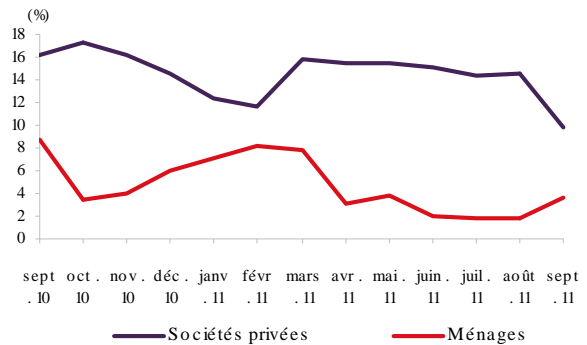
Composantes du crédit bancaire

Encours en milliards de DH	Encours sept 11	Variations en %	
		sept 11 / août 11	sept 11 / sept 10
<b>Crédit bancaire</b>	<b>668,2</b>	<b>0,8</b>	<b>7,7</b>
. Facilités de trésorerie	165,7	0,9	17,0
. Crédits à l'équipement	136,8	0,0	4,6
. Crédits immobiliers	206,2	1,6	11,7
. Crédits à la consommation	35,4	4,4	10,1
. Créances diverses sur la clientèle	90,7	-0,7	-7,7
. Créances en souffrance	33,3	0,1	1,6

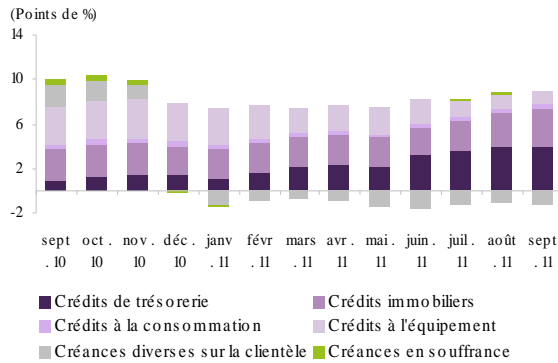
Croissance annuelle des principales catégories de crédits



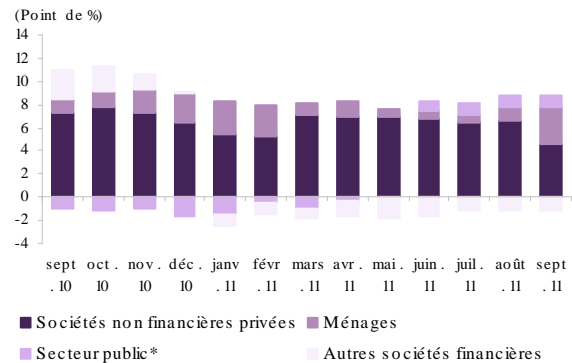
Evolution annuelle des crédits aux agents non financiers



Contribution des principales catégories du crédit à la croissance du crédit



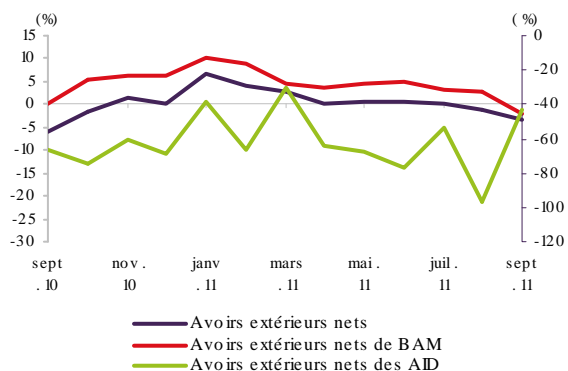
Contributions des agents à la croissance du crédit



\* Sociétés non financières publiques et administrations locales

## Autres sources de création monétaire

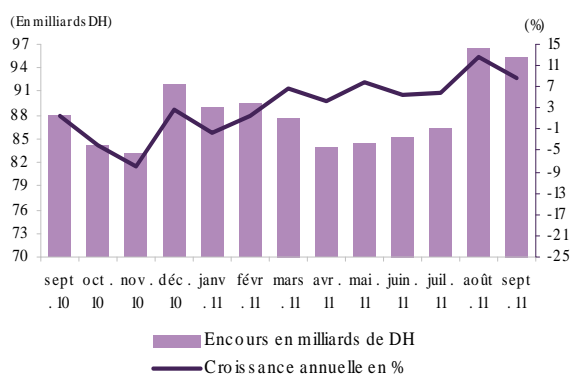
Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets



Structure des avoirs extérieurs nets

Encours en milliards DH	Encours sept 11	Variations en %	
		sept 11 août 11	sept 11 sept 10
<b>Avoirs extérieurs nets</b>	<b>174,6</b>	<b>-1,3</b>	<b>-3,4</b>
AEN de BAM	171,2	-3,2	2,9
AEN des autres institutions de dépôts	3,4	1374,8	-42,8

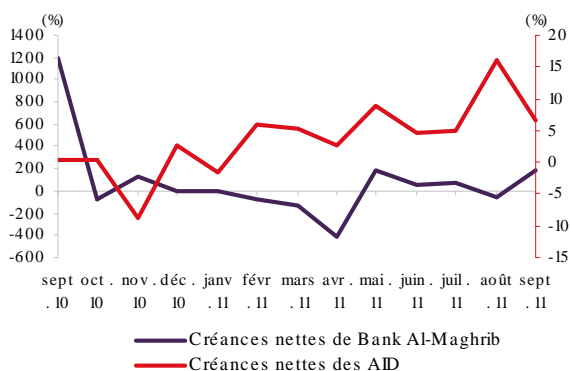
Evolution des créances nettes sur l'administration centrale



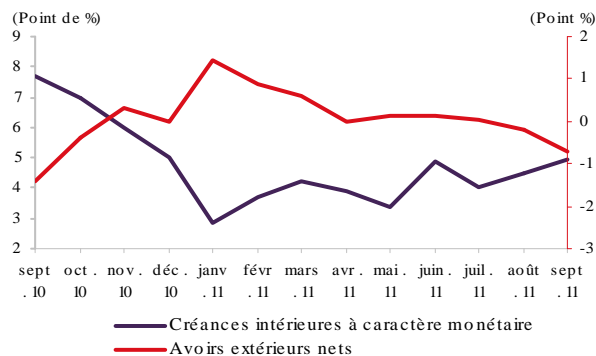
Structure des créances nettes sur l'administration centrale (AC)

Encours en milliards DH	Encours sept 11	Variations en %	
		sept 11 août 11	sept 11 sept 10
<b>Créances nettes sur l'AC</b>	<b>95,3</b>	<b>-1,3</b>	<b>8,5</b>
Créances nettes de BAM	2,9	51,7	184,9
Créances nettes des autres institutions de dépôts	92,3	-2,4	6,4

Croissance annuelle des créances nettes sur l'administration centrale

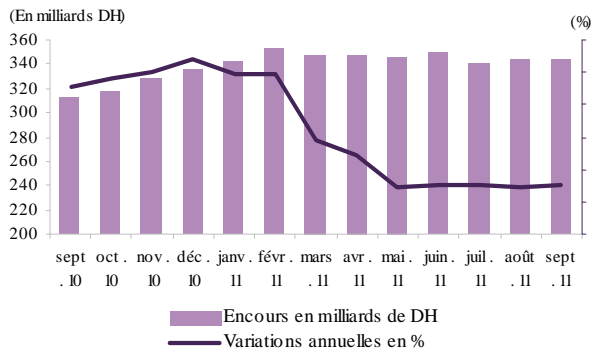


Contribution des principales contreparties à la croissance de la masse monétaire M3

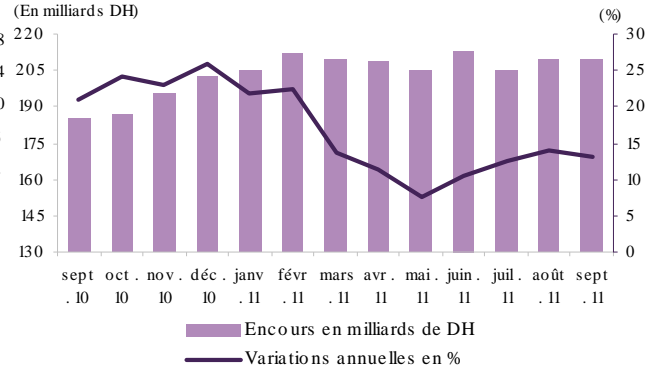


## Agrégats de placements liquides

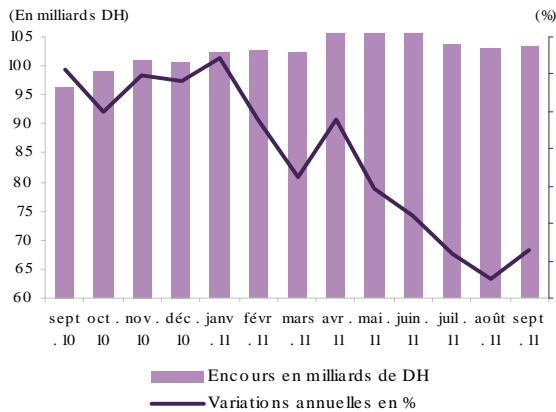
Evolution du total des agrégats de placements liquides



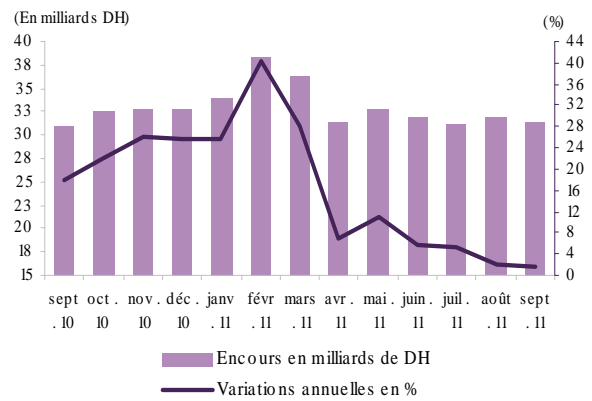
Evolution de l'agrégat PL1



Evolution des titres des OPCVM obligataires (PL2)



Evolution des titres des OPCVM actions et diversifiés (PL3)



## VI. MARCHE DES CHANGES

---

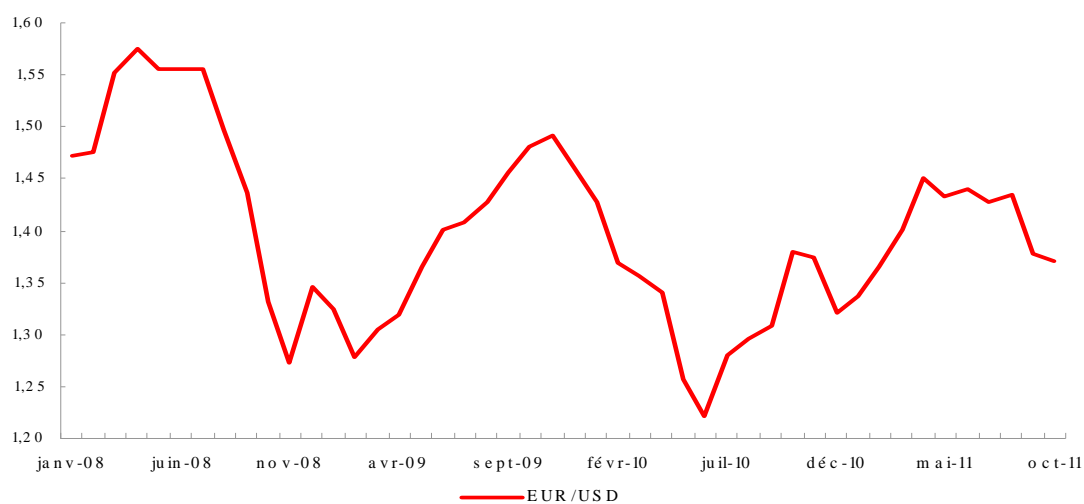
Sur les marchés de change internationaux, l'euro a affiché deux profils d'évolution distincts en octobre 2011, poursuivant sa dépréciation au cours de la première semaine, pour revenir à un plus bas niveau de 1,33 dollar, avant d'entamer un mouvement d'appréciation pour s'établir à 1,39 dollar à la fin du mois. En moyenne, la monnaie unique s'est dépréciée de 1,45% par rapport au dollar et de 1,04% vis-à-vis du yen japonais, tandis qu'elle s'est stabilisée face à la livre sterling, en glissement mensuel.

Au niveau du marché des changes national, le dirham a accusé, en octobre 2011, une quasi stagnation en moyenne mensuelle par rapport à l'euro et à la livre sterling. Parallèlement, il s'est déprécié de 0,16% face au dollar américain et de 0,37% vis-à-vis du yen japonais. En glissement annuel, la monnaie nationale s'est inscrite, en moyenne, en hausse de 0,24% à l'égard de l'euro. En revanche, elle s'est dépréciée de 7,33%, de 1,12% et de 0,43% face respectivement au yen japonais, au dollar américain et à la livre sterling.

En septembre 2011, le volume moyen des opérations d'achat et de vente de devises contre dirhams, au niveau du compartiment interbancaire s'est inscrit en hausse de 2,2% par rapport à la même période de l'année 2010, se situant ainsi à 10,7 milliards de dirhams. Pour sa part, le volume moyen des ventes de devises par Bank Al-Maghrib aux banques a enregistré une augmentation, passant de 1,8 milliard à 4,7 milliards de dirhams. S'agissant des opérations d'arbitrage, réalisées par les banques avec leurs correspondants étrangers, elles se sont élevées à 169,7 milliards de dirhams en moyenne, au lieu de 98,1 milliards une année auparavant.

## Cotation des devises

Evolution de l'Euro par rapport au dollar



Cours moyens mensuels des principales devises contre dirham MAD

		Année	Année	Année	Année	2009/2008	2010/2009	2011/2010
		2008	2009	2010	2011	en %	en %	en %
<b>Janvier</b>	Euro	11,358	11,154	11,298	11,173	1,83	-1,27	1,12
	Dollar E.U	7,7176	8,4136	7,9196	8,3474	-8,27	6,24	-5,12
	Livre sterling	15,209	12,153	12,805	13,177	25,15	-5,09	-2,82
	Franc suisse	7,0150	7,4656	7,6520	8,7307	-6,04	-2,44	-12,36
	Yen japonais	7,1746	9,3156	9,6951	10,106	-22,98	7,18	-14,0
<b>Février</b>	Euro	11,361	11,080	11,216	11,213	2,54	-1,21	0,03
	Dollar E.U	7,7073	8,6643	8,1995	8,2113	-11,05	5,67	-0,14
	Livre sterling	15,131	12,484	12,800	13,244	21,20	-2,47	-3,35
	Franc suisse	7,0635	7,4361	7,6453	8,6494	-5,01	-2,74	-11,61
	Yen japonais	7,1938	9,3621	9,090	9,9548	-23,16	2,99	-8,69
<b>Mars</b>	Euro	11,458	11,125	11,201	11,263	2,99	-0,68	-0,55
	Dollar E.U	7,3758	8,5104	8,2523	8,0422	-13,33	3,13	2,61
	Livre sterling	14,785	12,090	12,424	12,993	22,29	-2,69	-4,38
	Franc suisse	7,2920	7,3593	7,7363	8,7494	-0,91	-4,87	-11,58
	Yen japonais	7,3173	8,7009	9,099	9,8414	-15,90	-4,38	-7,54
<b>Avril</b>	Euro	11,483	11,145	11,177	11,323	3,03	-0,29	-1,29
	Dollar E.U	7,2907	8,4431	8,3330	7,8361	-13,65	1,32	6,34
	Livre sterling	14,443	12,416	12,765	12,835	16,33	-2,73	-0,55
	Franc suisse	7,1937	7,3572	7,7974	8,7375	-2,22	-5,65	-10,76
	Yen japonais	7,1071	8,5422	8,906	9,4138	-16,80	-4,08	-5,39
<b>Mai</b>	Euro	11,460	11,215	11,042	11,308	2,18	1,57	-2,35
	Dollar E.U	7,3680	8,2047	8,7962	7,8859	-10,20	-6,72	11,54
	Livre sterling	14,468	12,668	12,889	12,884	14,21	-1,71	0,04
	Franc suisse	7,0518	7,4195	7,7816	9,0251	-4,96	-4,65	-13,78
	Yen japonais	7,0584	8,5035	9,5581	9,7158	-16,99	-11,03	-1,62

Cours moyens mensuels des principales devises (Suite)

		Année	Année	Année	Année	2009/2008	2010/2009	2011/2010
		2008	2009	2010	2011	en %	en %	en %
<b>Juin</b>	Euro	11,460	11,264	10,983	11,315	1,74	2,56	-2,93
	Dollar E.U	7,3679	8,0360	8,9952	7,8637	-8,31	-10,66	14,39
	Livre sterling	14,479	13,152	13,270	12,749	10,09	-0,89	4,09
	Franc suisse	7,0992	7,4334	7,9830	9,3575	-4,50	-6,88	-14,69
	Yen japonais	6,8909	8,3142	9,9009	9,7759	-17,12	-16,03	1,28
<b>Juillet</b>	Euro	11,486	11,274	11,076	11,300	1,88	1,79	-1,98
	Dollar E.U	7,2801	8,0023	8,6776	7,9149	-9,02	-7,78	9,64
	Livre sterling	14,480	13,093	13,251	12,771	10,59	-1,19	3,76
	Franc suisse	7,0968	7,4187	8,2299	9,6142	-4,34	-9,86	-14,40
	Yen japonais	6,8204	8,4770	9,9057	9,9779	-19,54	-14,42	-0,72
<b>Août</b>	Euro	11,392	11,298	11,099	11,308	0,83	1,79	-1,85
	Dollar E.U	7,6001	7,9211	8,5996	7,887	-4,05	-7,89	9,04
	Livre sterling	14,377	13,098	13,469	12,905	9,76	-2,75	4,37
	Franc suisse	7,0258	7,4098	8,2678	10,126	-5,18	-10,38	-18,35
	Yen japonais	6,9538	8,3420	10,083	10,242	-16,64	-17,27	-1,55
<b>Septembre</b>	Euro	11,312	11,335	11,128	11,225	-0,20	1,86	-0,86
	Dollar E.U	7,8739	7,7957	8,5028	8,1706	1,00	-8,32	4,07
	Livre sterling	14,153	12,735	13,230	12,884	11,13	-3,74	2,69
	Franc suisse	7,0963	7,4809	8,5013	9,3369	-5,14	-12,00	-8,95
	Yen japonais	7,3866	8,5274	10,079	10,639	-13,38	-15,39	-5,26
<b>Octobre</b>	Euro	11,150	11,371	11,248	11,221	-1,94	1,09	0,24
	Dollar E.U	8,4273	7,6726	8,0927	8,1841	9,84	-5,19	-1,12
	Livre sterling	14,189	12,426	12,835	12,890	14,19	-3,19	-0,43
	Franc suisse	7,3711	7,5109	8,354	9,1251	-1,86	-10,09	-8,45
	Yen japonais	8,4709	8,4953	9,8965	10,679	-0,29	-14,16	-7,33
<b>Novembre</b>	Euro	11,074	11,383	11,215		-2,71	1,50	
	Dollar E.U	8,6866	7,6301	8,2036		13,85	-6,99	
	Livre sterling	13,328	12,656	13,107		5,31	-3,44	
	Franc suisse	7,2975	7,5364	8,3483		-3,17	-9,73	
	Yen japonais	8,9788	8,5699	9,955		4,77	-13,91	
<b>Décembre</b>	Euro	11,184	11,343	11,148		-1,40	1,75	
	Dollar E.U	8,3087	7,7688	8,434		6,95	-7,89	
	Livre sterling	12,387	12,600	13,141		-1,69	-4,12	
	Franc suisse	7,2620	7,5536	8,7178		-3,86	-13,35	
	Yen japonais	9,1266	8,6374	10,132		5,66	-14,75	
<b>Ensemble de l'année</b>	Euro	11,348	11,249	11,153		0,88	0,86	
	Dollar E.U	7,7503	8,0886	8,4172		-4,13	-3,90	
	Livre sterling	14,286	12,631	12,999		13,1	-2,83	
	Franc suisse	7,1554	7,4485	8,0846		-3,93	-7,87	
	Yen japonais	7,5399	8,6490	9,6081		-12,82	-9,98	

## Opérations sur le marché des changes

(En millions de dirhams)*	Moyenne janvier-sept 2010	Moyenne janvier-sept 2011	Variation en volume	Variation en %
Achats/ventes interbancaires contre MAD	10 501	10 730	229	2,2
Achats de devises par BAM aux banques	0	5 365	5 365	0
Ventes de devises par BAM	1 866	4 699	2 833	151,8
Achats/ventes devises contre devises avec les correspondants étrangers	98 143	169 700	71 556	72,9

\* Données provisoires

## VII. MARCHES DES CAPITAUX

---

Selon les dernières données arrêtées à fin octobre 2011, le MASI s'est déprécié de 1% par rapport au mois précédent, portant sa contreperformance depuis le début de l'année à 10,3%. En revanche, l'indice FTSE 15, composé des 15 valeurs les plus capitalisées du marché boursier, est resté quasiment stable d'un mois à l'autre, enregistrant une hausse de 2% depuis le début de l'année. La capitalisation boursière, quant à elle, s'est inscrite en baisse de 0,7%, s'établissant à 527,5 milliards de dirhams.

Le PER de la place de Casablanca, estimé à 16,7 à fin octobre, demeure globalement élevé comparativement à ceux des autres pays de l'échantillon retenu\*. A l'exception du marché boursier de la Turquie et celui de la République Tchèque, dont les indices ont diminué respectivement de 6,1% et de 0,4%, les indices des autres marchés boursiers ont marqué des performances allant de 4,6% pour la Chine à 17,9% pour l'Argentine. Pour sa part, le Price to Book Ratio\*\*, chiffré à 3,1, reste globalement supérieur à ceux observés dans les autres pays de l'échantillon.

S'agissant des indices sectoriels, ils ont enregistré des variations divergentes d'un mois à l'autre. Ainsi, les contreperformances ont varié de 0,2% pour le secteur des télécommunications à 5,9% pour celui des équipements électriques et électroniques, les autres secteurs ayant connu, en revanche, des évolutions positives allant de 1% pour le secteur des transports à 7,7% pour celui des mines.

Pour ce qui est de l'évolution des cours, 36 valeurs cotées, sur un total de 75, ont fléchi durant ce mois. Les valeurs du secteur bancaire ont ainsi accusé des baisses variant entre 0,5% pour le CIH et 5,3% pour la BMCE BANK. Les valeurs des sociétés de financement ont enregistré, pour leur part, des évolutions différenciées. En effet, les titres Acred, Salafin et Diac Salaf se sont repliés respectivement de 2,9%, de 3,9% et de 13%, alors que les autres valeurs ont marqué des accroissements allant de 1% pour Maroc leasing à 29% pour Sofac. Pour ce qui est des sociétés d'assurance, l'indice de la société Wafa assurance s'est apprécié de 9,1%, alors que les titres CNIA Saada et Atlanta se sont dépréciés respectivement de 1,6% et de 3,8%, la valeur d'Agma étant restée inchangée.

Pour sa part, le volume global des transactions est revenu de 4,7 milliards de dirhams à 3,7 milliards en octobre.

Par ailleurs, l'actif net des OPCVM, valorisé au 14 octobre, s'est accru de 1,7% en glissement mensuel, atteignant 220,7 milliards de dirhams, à la faveur principalement de l'accroissement de 6,6% des OPCVM monétaires et de 0,4% des OPCVM obligations à long et moyen termes. Quant à la structure des OPCVM, elle continue d'être marquée par la prédominance des fonds obligataires, avec une part de marché de près de 60,4%.

Les émissions des bons du Trésor par adjudication se sont, quant à elles, établies à 9,9 milliards de dirhams en octobre, en augmentation de 1,1 milliard par rapport au mois précédent. Compte tenu des remboursements d'un montant de 9,4 milliards, l'encours de ces titres s'est établi à 293,9 milliards de dirhams.

\* L'échantillon retenu est composé des pays suivants : l'Argentine, le Mexique, la République Tchèque, la Russie, la Chine, la Turquie et le Maroc.

\*\* Price Book Ratio est le rapport entre la valeur de marché des capitaux propres (la capitalisation boursière) et leur valeur comptable.

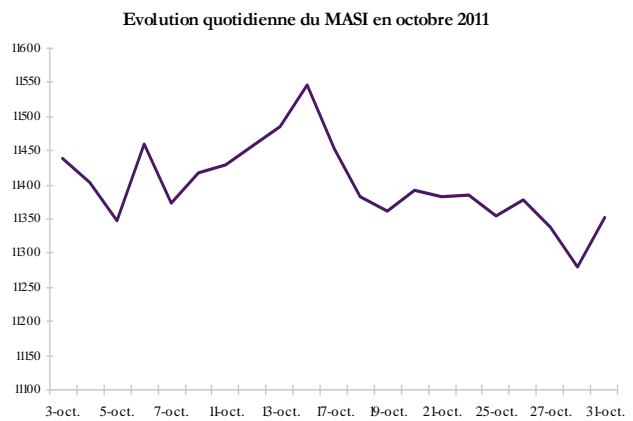
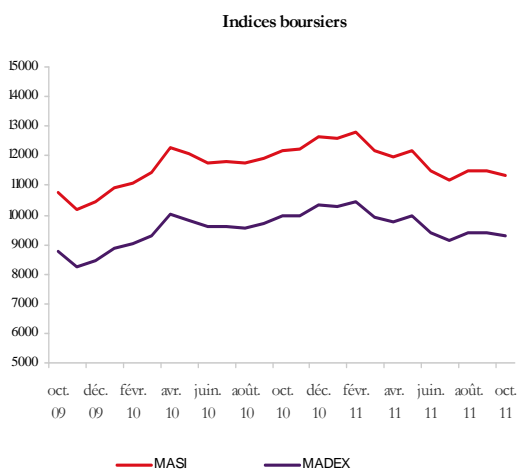


Pour ce qui est des titres de créances négociables, cinq banques ont émis des certificats de dépôt en septembre pour un montant global de près de 2,1 milliards de dirhams, tandis que deux émissions de bons des sociétés de financement et trois autres portant sur des billets de trésorerie ont été effectuées, pour des montants respectifs de l'ordre de 686,2 millions de dirhams et de 741 millions. Compte tenu des remboursements d'un montant de 4 milliards de dirhams, l'encours des titres de créances négociables est revenu de 78,4 milliards de dirhams à 77,9 milliards.

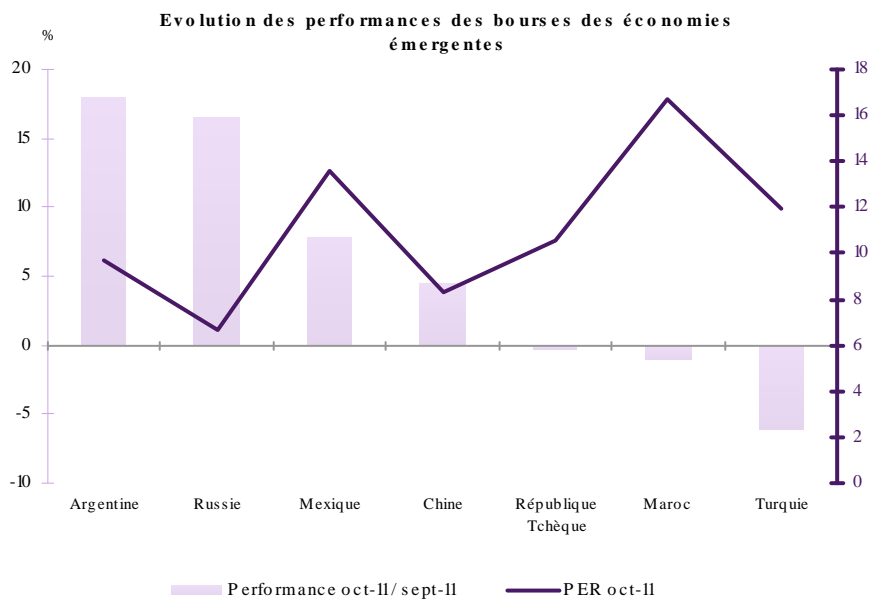
Par ailleurs, le mois d'octobre a enregistré quatre émissions obligataires privées. L'OCP a émis un emprunt obligataire pour un montant de 2 milliards de dirhams, avec une maturité de 7 ans et au taux de 4,46%. L'ADI a, pour sa part, réalisé une émission obligataire d'une maturité unitaire de 5 ans, d'un montant total d'un milliard de dirhams, dont 510,5 millions au taux fixe de 4,72% et 489,5 millions au taux de 5,26% révisable annuellement. En outre, l'ONCF a émis un emprunt obligataire d'une valeur globale de 1,5 milliard de dirhams, dont 1,45 milliard d'une maturité de 15 ans, au taux de 5,11%, et 50 millions d'une maturité de 10 ans, au taux de 4,86%. Enfin, la société ADM a réalisé une émission obligataire sur 20 ans pour une valeur de 1,5 milliard, dont 810 millions au taux de 4,64%, 450 millions au taux de 4,59%, 200 millions au taux de 4,60% et 40 millions au taux de 4,62%.

## INDICES BOURSIERS

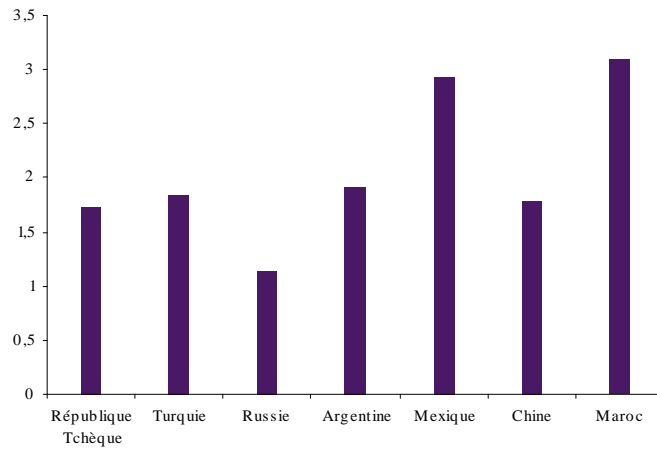
Indices	Déc.10	Sept-11	Oct-11	Oct-11 Sept-11 (en %)	Oct-11 Déc.10 (en %)
MASI	12 655,20	11 467,63	11352,19	-1,01	-10,30
MADEX	10 335,25	9 376,39	9277,31	-1,06	-10,24



## Evolution des indicateurs boursiers des pays émergents



### Price Book Ratio en octobre

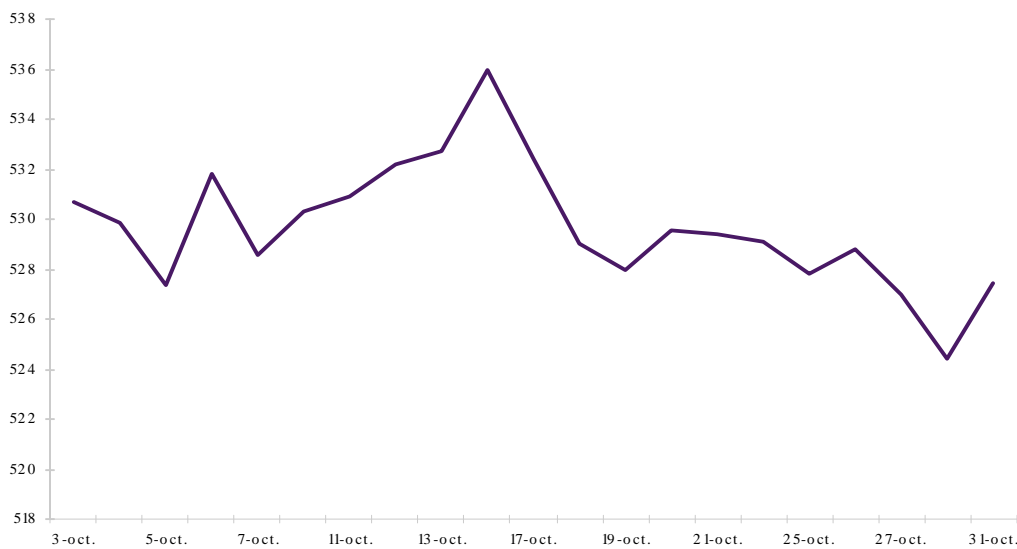


Source : Bourse Casablanca, Datastream et CFG Groupe

## ACTIVITE

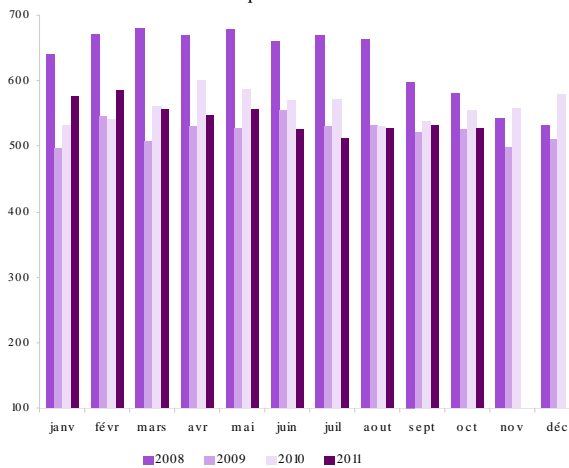
### Evolution quotidienne de la capitalisation boursière en octobre 2011

En milliards de Dhs



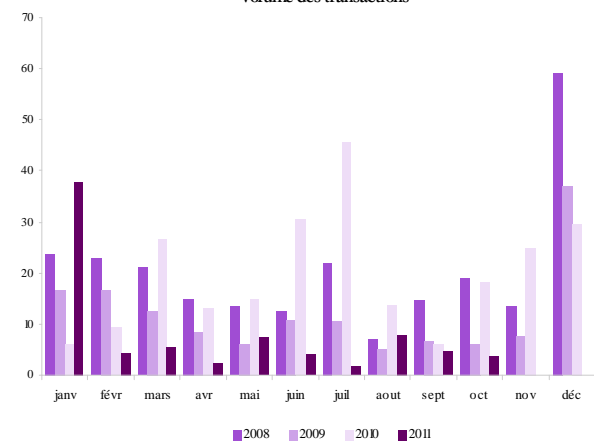
En milliards de Dhs

#### Capitalisation boursière



En milliards de Dhs

#### Volume des transactions



■ 2008 ■ 2009 ■ 2010 ■ 2011

## Volume total des transactions

En millions de DH	Septembre-2011	Octobre-2011
<b>Volume actions</b>		
1-marché central	2 893,72	2 206,73
2-marché de blocs	40,13	936,60
<b>Total A = (1+2)</b>	<b>2 933,85</b>	<b>3 143,33</b>
3-introductions	-	-
4-apports de titres	6,02	39,54
5-offres publiques	-	2,73
6-transferts	35,6	108,60
7-augmentations de capital	1 539,33	-
<b>Total B = (3+4+5+6+7)</b>	<b>1 580,95</b>	<b>150,87</b>
<b>I- Total volume actions</b>	<b>4 514,8</b>	<b>3 294,21</b>
<b>II- Volume obligations</b>	<b>197,41</b>	<b>407,23</b>
<b>III- Total Général</b>	<b>4 712,21</b>	<b>3 701,44</b>

## COURS

### Plus fortes capitalisations

VALEURS	CAPITALISATION Oct-11 (en milliards de DH)	PART (en %)	Déc.10	Sept-11	Oct-11	Oct-11 Sept-11 (en %)	Oct-11 Déc.10 (en %)
ITISSALAT AL-MAGHRIB	125,45	23,79	150,00	143,00	142,70	-0,21	-4,87
ATTIJARIWAFI BANK	71,22	13,50	407,00	376,90	369,00	-2,10	-9,34
BMCE BANK	36,97	7,01	261,00	227,00	215,00	-5,29	-17,62
BCP	30,78	5,84	420,00	398,00	394,00	-1,01	-6,19
LAFARGE CEMENTS	25,85	4,90	2 120,00	1 635,00	1 480,00	-9,48	-30,19
DOUJA PROM ADDOHA	24,10	4,57	104,00	80,90	76,50	-5,44	-26,44
CGI	20,43	3,87	1 780,00	1 060,00	1 110,00	4,72	-37,64
CEMENTS DU MAROC	14,58	2,76	1 200,00	1 100,00	1 010,00	-8,18	-15,83
MANAGEM	14,21	2,69	681,00	1 470,00	1 670,00	13,61	145,23
CENTRALE LAITIERE	12,85	2,44	1 255,00	1 378,00	1 364,00	-1,02	8,69

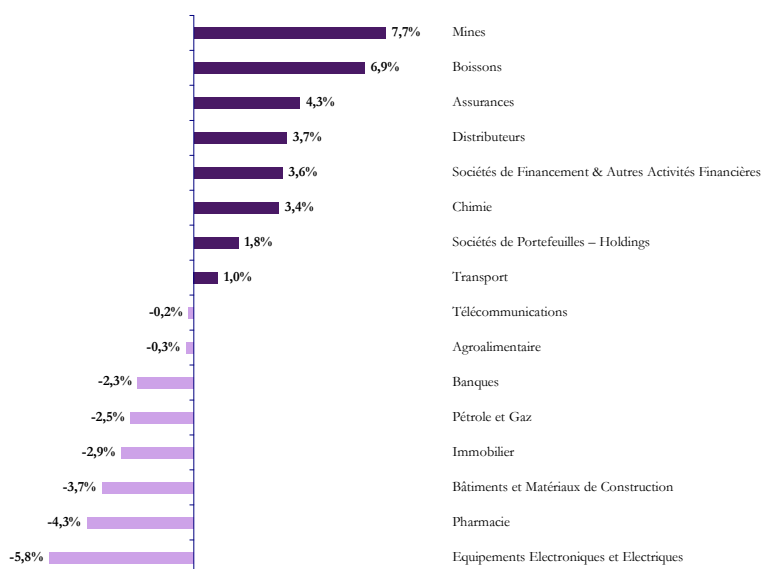
## Valeurs du secteur financier

Secteurs	Déc.10	Sept-11	Oct-11	<u>Oct-11</u> <u>Sept-11</u> (en %)	<u>Oct-11</u> <u>Déc.10</u> (en %)
<b>Banques</b>					
BMCI	1 030,00	900	880	-2,22	-14,56
CIH	330	270,35	268,9	-0,54	-18,52
CDM	905	705	732	3,83	-19,12
<b>Sociétés de financement</b>					
ACRED	800,00	460,00	400,00	-13,04	-50,00
DIAC SALAF	109,55	38,00	36,52	-3,89	-66,66
SALAFIN	708,00	560,00	544,00	-2,86	-23,16
MAROC LEASING	540,00	480,00	485,00	1,04	-10,19
MAGHREBAIL	730,00	815,00	850,00	4,29	16,44
EQDOM	1620,00	1620,00	1725,00	6,48	6,48
TASLIF	710,00	26,50	30,00	13,21	-95,77
SOFAC	300,00	184,00	237,30	28,97	-20,90
<b>Assurances</b>					
ATLANTA	74,00	64,92	62,42	-3,85	-15,65
CNIA SAADA	1284,00	1139,00	1121,00	-1,58	-12,69
AGMA	2880,00	2870,00	2870,00	0,00	-0,35
WAFI ASSURANCE	2839,00	3300,00	3600,00	9,09	26,81

## Indices sectoriels

Indices	Déc.10	Sept-11	Oct-11	<u>Oct-11</u> <u>Sept-11</u> (en %)	<u>Oct-11</u> <u>Déc.10</u> (en %)
Equipements Electroniques et Electriques	8 051,43	8 558,57	8 060,00	-5,83	0,11
Pharmacie	2 030,72	2 288,18	2 189,68	-4,30	7,83
Bâtiments et Matériaux de Construction	20 262,55	16 609,09	15 996,84	-3,69	-22,45
Immobilier	42 638,72	31 912,41	30 983,13	-2,91	-27,34
Pétrole et Gaz	12 024,88	14 629,34	14 256,86	-2,55	18,56
Banques	13 328,60	12 032,91	11 759,60	-2,27	-11,77
Agroalimentaire	16 405,34	14 972,72	14 926,47	-0,31	-9,01
Télécommunications	2 199,87	2 097,48	2 093,08	-0,21	-4,85
Transport	1 242,07	1 285,97	1 298,35	0,96	4,53
Sociétés de Portefeuilles – Holdings	7 301,38	6 817,28	6 939,71	1,80	-4,95
Chimie	2 836,84	2 371,43	2 452,37	3,41	-13,55
Sociétés de Financement & Autres Activités Financières	10 682,58	9 553,40	9 894,10	3,57	-7,38
Distributeurs	22 121,58	18 289,72	18 973,00	3,74	-14,23
Assurances	3 545,65	3 685,56	3 842,79	4,27	8,38
Boissons	13 383,38	10 417,38	11 133,00	6,87	-16,81
Mines	15 378,14	30 031,60	32 348,07	7,71	110,35

### Performance mensuelle des indices sectoriels en octobre

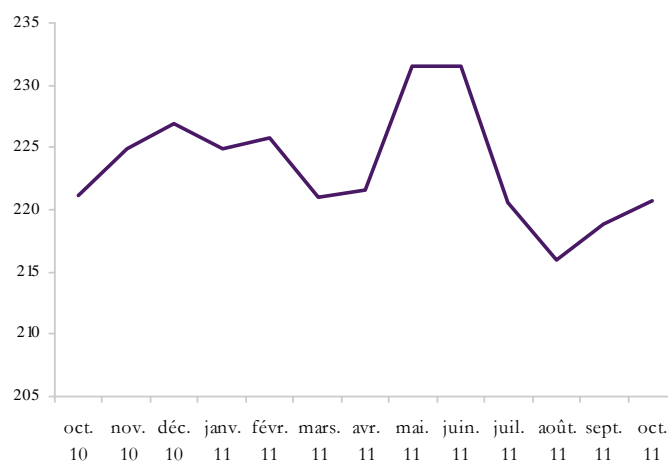


## GESTION D'ACTIFS

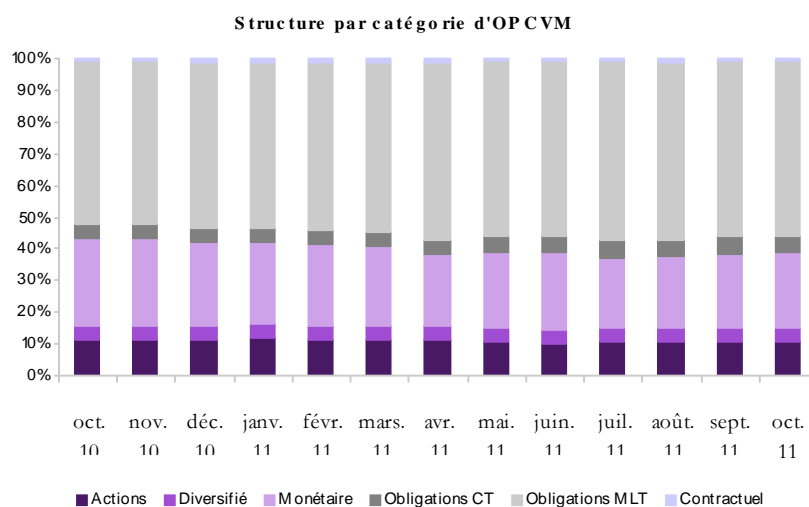
### Répartition de l'actif net par catégorie d'OPCVM\*

Catégorie d'OPCVM *	Nombre	Montant (en milliards de DH)	Structure (en %)	Var. mensuelle (en %)	Var. annuelle (en %)
Actions	78	24	10,74	0,68	-7,75
Diversifiés	55	9,65	4,37	0,45	4,34
Monétaires	39	52	23,76	6,56	-11,89
Obligations CT	22	12	5,35	-1,86	12,63
Obligations MLT	131	121	55,02	0,42	3,23
Contractuel	5	1,69	0,76	1,48	-28,01
<b>Total</b>	<b>330</b>	<b>220,65</b>	<b>100</b>	<b>1,72</b>	<b>-1,87</b>

En milliards de DH Evolution de l'actif net des OPCVM\*



\* Données arrêtées au 14 octobre 2011



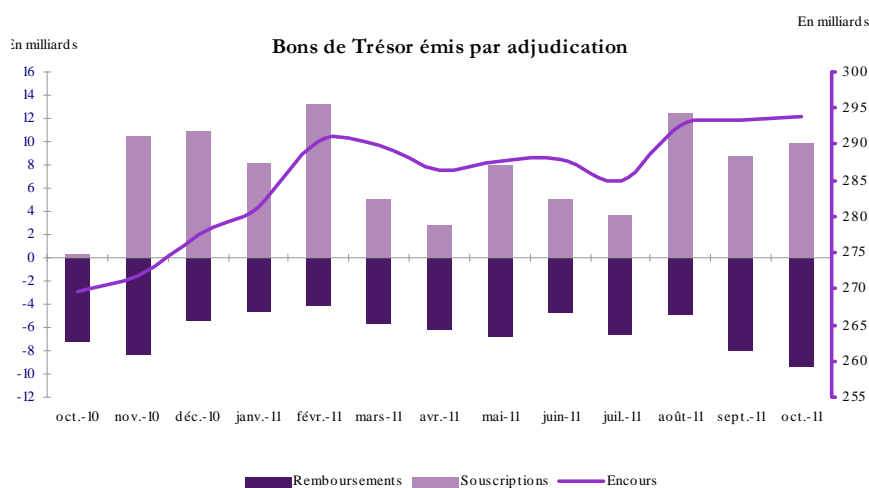
## Souscriptions et rachats

Indicateurs*	Nombre	Var. mensuelle (en %)	Var. annuelle (en %)
Nombre de parts ou d'actions en circulation	298 126 697	0,69	13,52
Nombre total de porteurs de parts ou d'actions	21 110	-0,34	-11,87
Personnes physiques résidentes	17 011	-0,47	-13,85
Personnes physiques non résidentes	1 382	-0,58	-10,55
Personnes morales résidentes	2 695	0,67	2,20
Personnes morales non résidentes	22	-4,35	-8,33

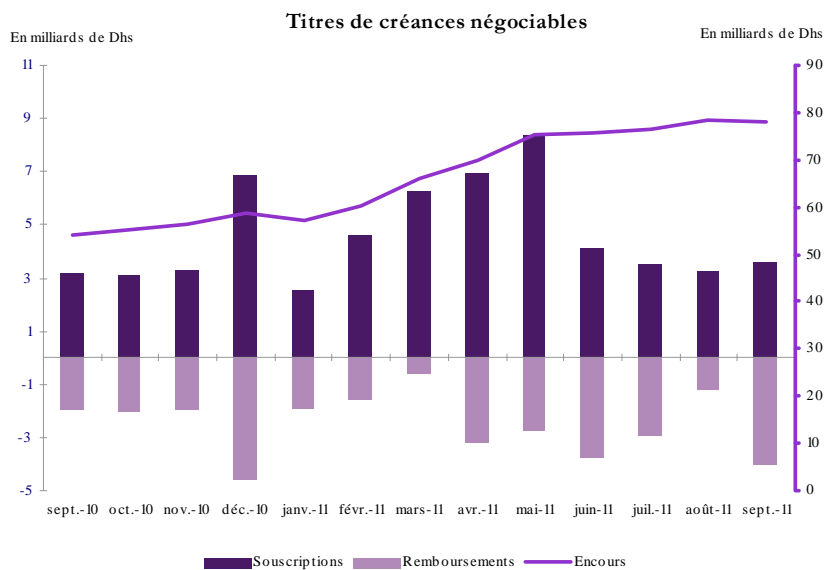
Source : Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières  
\* Données arrêtées au 14 octobre 2011

## Autres marchés

## Bons du Trésor émis par adjudication



## Titres de créances négociables





## VIII. EVOLUTION DE L'INFLATION

### Évolution à fin septembre 2011

Les données du mois de septembre 2011 relatives à l'indice des prix à la consommation (IPC) ne font pas ressortir de signes d'accentuation des tensions inflationnistes. D'un mois à l'autre, les prix à la consommation sont restés inchangés, alors qu'ils avaient augmenté de 1,4% en août dernier. La ventilation détaillée en section montre que cette évolution d'un mois à l'autre reflète essentiellement des fluctuations des prix de certains produits alimentaires, notamment ceux des volailles qui ont augmenté de 12,1%, contre 0,5% en août, des huiles qui se sont appréciées de 1,8%, ainsi que ceux des légumes frais et des poissons, en régression respectivement de 1,6% et 8,5%, alors qu'ils avaient enregistré des hausses respectives de 14,9% et 12,4% en août. Parallèlement, l'indicateur de l'inflation sous-jacente (IPCX<sup>(1)</sup>), qui exclut certains produits alimentaires volatils et les produits réglementés, a enregistré une baisse mensuelle de 0,5% après avoir augmenté de 0,3% un mois auparavant. Cette évolution de l'inflation sous-jacente est imputable d'une part, à une baisse exceptionnelle de 14,2% des tarifs de la rubrique « service de téléphonie et de télécopie » (Encadré 8.1) et, d'autre part, à un ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires qui y sont inclus, soit 0,2% au lieu de 0,8%.

En glissement annuel, l'inflation est revenue de 2,2% en août à 0,8% en septembre, sous l'effet de la régression annuelle des prix de la composante « produits alimentaires volatils » (-2,1% au lieu de +5,7%) et du ralentissement de l'inflation sous-jacente en glissement annuel de 2,2% à 1,6%.

A la lumière de cette évolution, l'inflation sous-jacente, qui a été largement tirée par les prix des biens échangeables (IPCXE<sup>(2)</sup>) au cours des derniers mois, a été notablement influencée en septembre par les prix des biens non échangeables (IPCXNE<sup>(2)</sup>), dont le rythme de variation en glissement annuel a connu un net ralentissement de 1,3% à 0,1%. Leur contribution à l'inflation sous-jacente qui était en moyenne de l'ordre de 0,7 point de pourcentage depuis le début de l'année s'est ainsi réduite à un niveau quasi-nul. En revanche, l'inflation des biens échangeables s'est établie à 3%, presque sans changement par rapport au mois d'août (2,9%), contribuant ainsi à hauteur de 1,6 point à l'inflation sous-jacente.

L'examen de la répartition de l'IPC en biens et services montre que le ralentissement de l'inflation s'explique pour l'essentiel par la baisse des tarifs des services (-0,1% au lieu de 1%) ainsi que celle des prix des biens non transformés (-0,8% au lieu de 4,1%). Pour sa part, l'inflation des biens transformés a connu une évolution comparable à celle du mois précédent, soit 2,4%.

En ligne avec les évolutions récentes des prix des matières premières au niveau international, les prix à la production ont accusé une légère baisse mensuelle de 0,5% en octobre, après avoir vu leur rythme de progression passer de 0,3% en juillet à 1% en août. Cette évolution est due essentiellement à celle de la branche cokéfaction et raffinage dont les prix ont diminué de 1,6% en septembre après 2,5% et -0,1% en août et juillet.

<sup>(1)</sup>L'indicateur de l'inflation sous-jacente est un indice désaisonnalisé qui mesure l'évolution fondamentale en excluant certains produits alimentaires à prix volatils et des produits dont les tarifs sont réglementés.

<sup>(2)</sup>IPCXE/IPCXNE correspondent à l'indice des prix des biens échangeables/non échangeables hors produits alimentaires volatils et réglementés. Cf. encadré 5.2 du rapport sur la politique monétaire de juin 2010.

Hors cokéfaction et raffinage, les prix à la production n'ont pas connu de variation entre août et septembre, alors qu'ils avaient enregistré une hausse de 0,3% un mois auparavant. Cette évolution recouvre une hausse de 0,2% et 0,3% au niveau des branches « industries alimentaires » et « industrie textile » respectivement, ainsi qu'une baisse de 0,1% pour la branche « métallurgie » et de 0,3% au niveau du « travail des métaux ». En glissement annuel, l'indice global a connu un ralentissement de son rythme de progression de 15,9% en août à 15,5% en septembre, portant ainsi sa variation moyenne depuis le début de l'année à 14,7%. Pour sa part, l'indice hors raffinage a évolué à un rythme annuel légèrement supérieur à celui enregistré un mois auparavant, soit 8,7% au lieu de 8,6% en août.

Les données du mois de septembre relatives à l'indice des prix à l'import font ressortir une décélération de la hausse mensuelle à 0,6% après 1,2% en août dernier, traduisant le ralentissement du rythme de croissance des prix à l'import de l'ensemble des branches. En effet, les denrées alimentaires importées ont vu leur prix croître de 12,4% contre 31% un mois auparavant, traduisant la décélération de la progression des prix des principaux produits, notamment le blé, le maïs et le sucre. Quant à l'IPM des demi-produits, il s'est accru de 0,9% en septembre, après 1,9% en août en liaison avec l'augmentation moins importante comparativement au mois précédent, des prix du plastique (0,8% au lieu de 1,7%) et des profilés en fer et acier (0,7% au lieu de 1,3%). Pour sa part, l'indice des prix à l'import des produits miniers s'est accru de 2,8% au lieu de 4,3%, suite à la hausse des principales composantes, notamment le soufre brut et le fer et acier de 3,5% et de 1,2% respectivement. En glissement annuel, la hausse de l'IPM des matières premières hors énergie s'est établie à 22,3% en septembre, après 21,4% en août 2011.

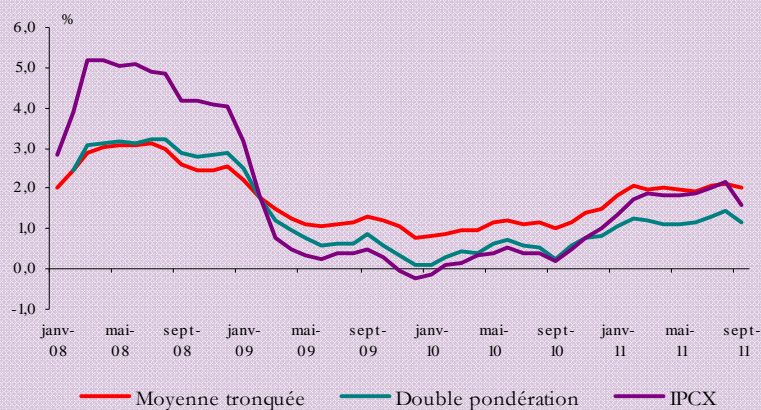
### Encadré 8.1 : Evolution récente et perspectives à court terme de l'inflation sous-jacente

L'inflation sous-jacente (IPCX), calculée en excluant certains produits alimentaires volatils et les produits réglementés de l'indice des prix à la consommation (IPC), s'est inscrite en hausse progressive depuis septembre 2010, tirée essentiellement par les prix des produits échangeables. A fin septembre 2011, la forte baisse de 14,2% des prix de la section « services de téléphonie et télécopie », appartenant à l'indice des prix des produits non échangeables (IPCXNE), qui représente 4,6% du panier de l'IPCX, s'est traduite par un net recul de l'inflation sous-jacente à 1,6%, après 2,2% en août.

Le caractère qui est probablement ponctuel de cette évolution conditionne dans une large mesure les perspectives à court terme de l'inflation sous-jacente. Certes, l'inflation en glissement annuel devrait certainement rester globalement plus faible que prévu précédemment, en liaison avec l'effet de niveau ainsi constaté, mais les évolutions prévisionnelles d'un mois à l'autre seraient fonction de l'hypothèse à retenir quant au caractère ponctuel de cette évolution.

Un premier élément de réponse est fourni par les mesures alternatives de l'inflation sous-jacente (Encadré 5.1 RPM de juin 2010), en particulier celles de la moyenne tronquée, qui est davantage moins sensible aux évolutions atypiques et aux effets de niveau. En effet, le graphique 1.1 montre que la variation de septembre n'est quasiment pas reflétée par l'indicateur basé sur la moyenne tronquée, laissant indiquer qu'il s'agit vraisemblablement d'un mouvement ponctuel sans effet durable sur l'inflation fondamentale.

Graphique 8.1.1 : Evolution des diverses mesures de l'inflation sous-jacente (en glissement annuel)

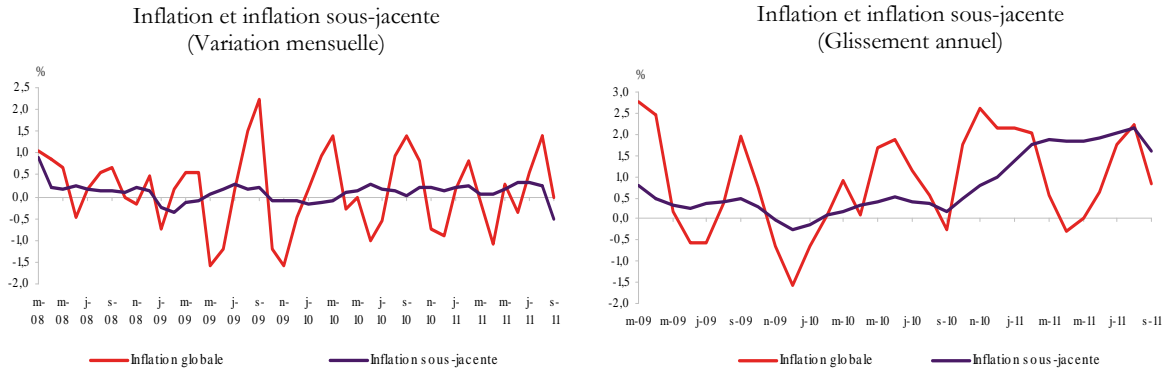


Pour sa part, l'analyse historique montre que l'inflation sous-jacente n'a connu une variation mensuelle d'une telle ampleur qu'une fois depuis 2008, soit en février 2009, attribuable à l'ajustement à la baisse des prix des produits de base, lui-même lié au repli des cours mondiaux après les niveaux exceptionnellement élevés enregistrés auparavant. Cette baisse s'était rapidement résorbée, l'inflation sous-jacente s'étant inscrite de nouveau dans sa tendance de moyen terme.

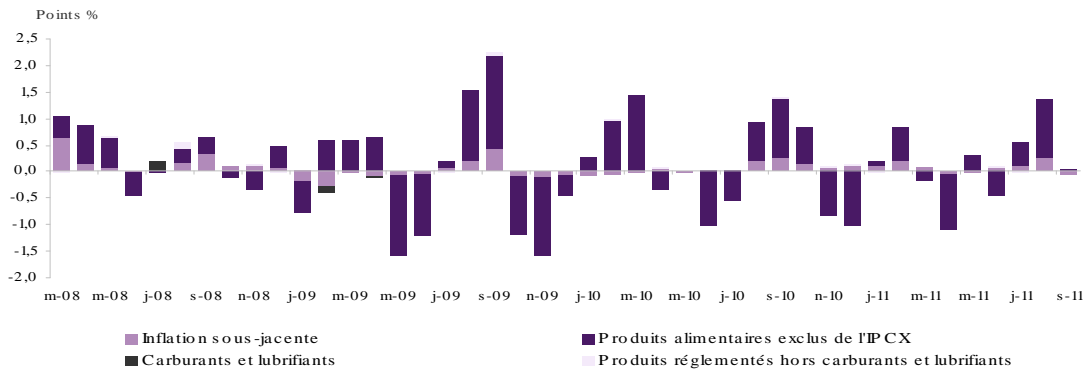
Au total, il a été jugé opportun de considérer, dans le cadre des prévisions à court terme, l'observation de septembre comme étant un point exceptionnel ou « outlier » correspondant à une rupture de niveau ou « level shift » qui n'impacte que ponctuellement l'inflation mensuelle avant la dissipation de cet « effet de niveau ».

## Evolution de l'inflation

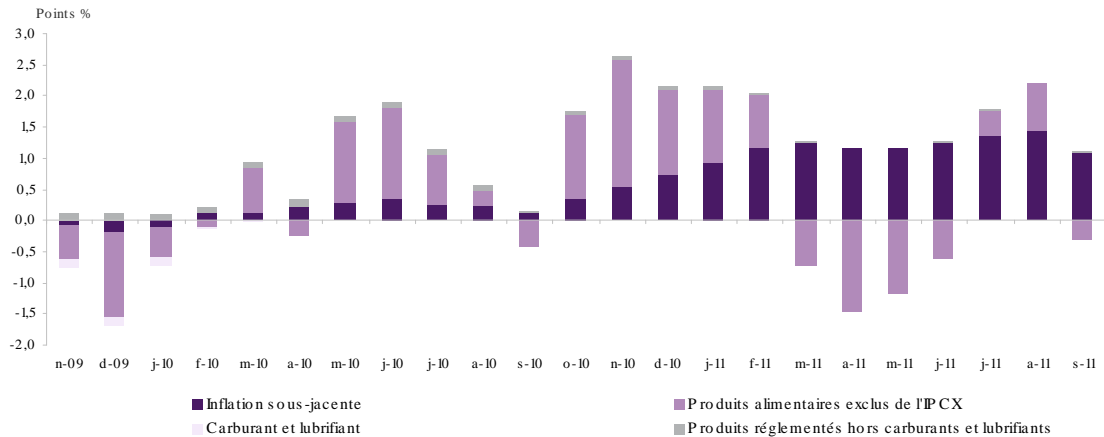
### Décompositions



#### Contributions des principales composantes à l'inflation en variation mensuelle



#### Contributions des principales composantes à l'inflation en glissement annuel



Sources : HCP et Calculs BAM

## Evolution des principales composantes de l'inflation

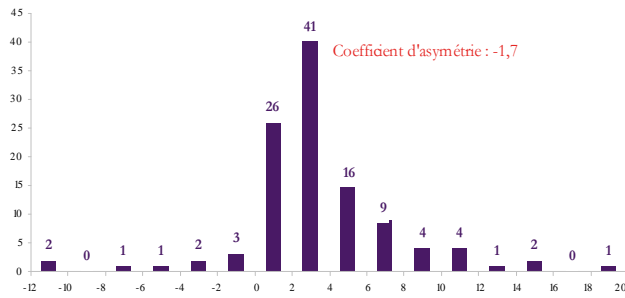
	Evolution glissement mensuel (%)		Evolution glissement annuel (%)		Contribution à l'inflation variation mensuelle (%)	Contribution à l'inflation glissement annuel (%)
	Août 11	Sept 11	Août 11	Sept 11	Sept 11	Sept 11
<b>Inflation globale</b>	<b>1,4</b>	<b>0,0</b>	<b>2,2</b>	<b>0,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,8</b>
<b>dont :</b>						
Produits alimentaires exclus de l'inflation sous-jacente	8,5	0,3	5,7	-2,1	0,0	-0,3
Carburants et lubrifiants	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Produits réglementés hors carburants et lubrifiants	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
<b>Inflation sous-jacente</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>2,2</b>	<b>1,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,1</b>
<b>dont :</b>						
Produits alimentaires inclus dans l'inflation sous-jacente	0,8	0,2	3,6	3,6	0,1	1,0
Articles d'habillement et chaussures	0,8	0,4	2,4	2,4	0,0	0,1
Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles*	0,0	0,1	0,9	1,0	0,0	0,1
Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,1	0,1	1,0	1,0	0,0	0,0
Santé*	0,0	0,0	0,2	0,3	0,0	0,0
Transport *	0,3	0,2	-0,3	-0,4	0,0	0,0
Communication	0,0	-12,4	-1,4	-13,7	-0,4	-0,4
Loisirs et cultures	-0,1	0,0	-0,6	-0,5	0,0	0,0
Enseignement	0,0	2,7	4,6	3,1	0,1	0,1
Restaurants et hôtels	0,1	0,3	1,6	1,9	0,0	0,1
Biens et services divers	0,1	1,0	1,8	2,7	0,1	0,1

\*hors produits réglementés

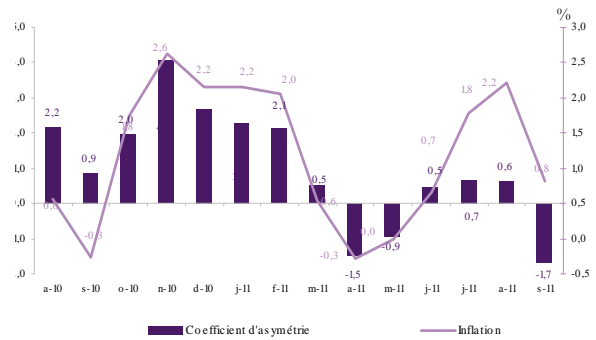
Sources : HCP et Calculs BAM

## Evolution des principales composantes de l'inflation

Distribution des taux de variations des prix des 112 sections de l'IPC (Glissement annuel en % - septembre 2011)



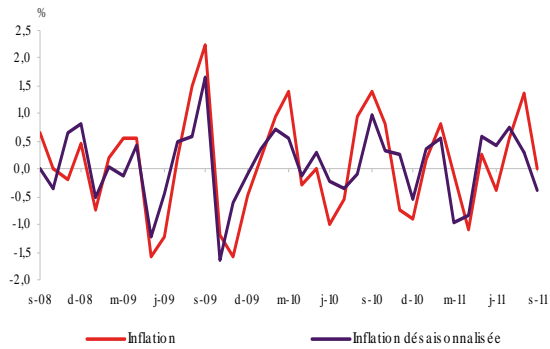
Niveau et asymétrie de l'inflation en glissement annuel



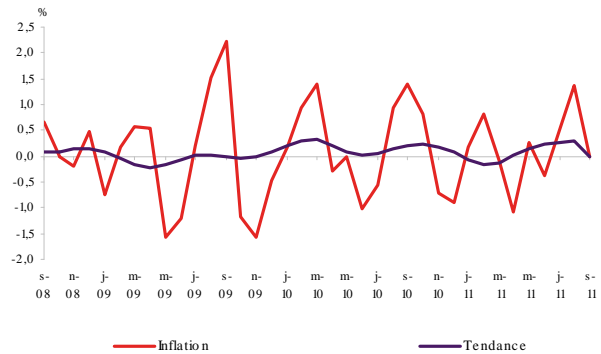
Sources : HCP et Calculs BAM

## Tendance et saisonnalité de l'inflation

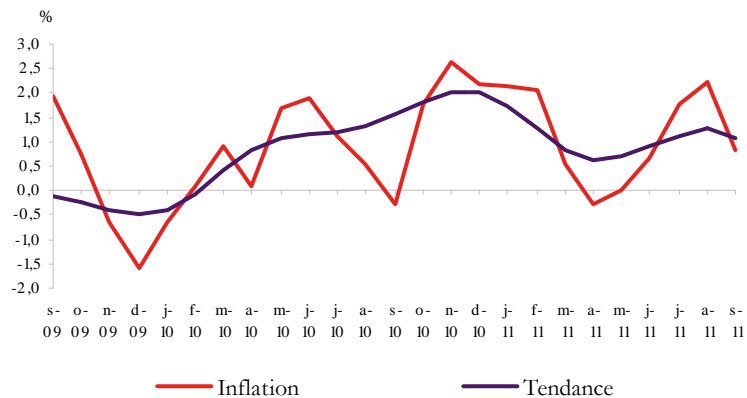
Inflation mensuelle désaisonnalisée (Variation mensuelle)



Inflation mensuelle et sa tendance



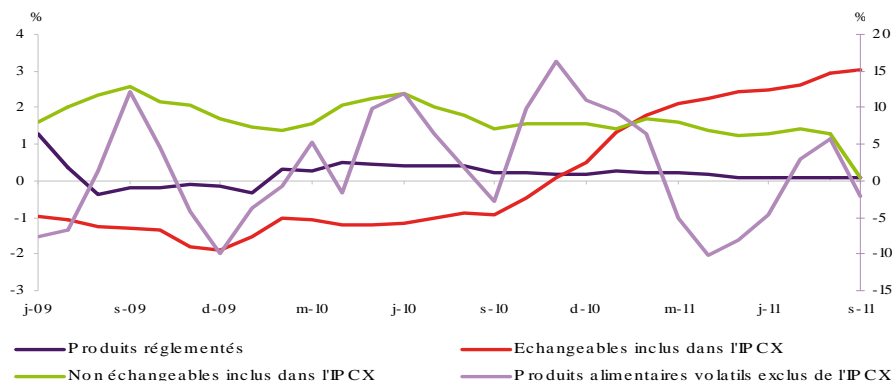
Inflation annuelle et tendance



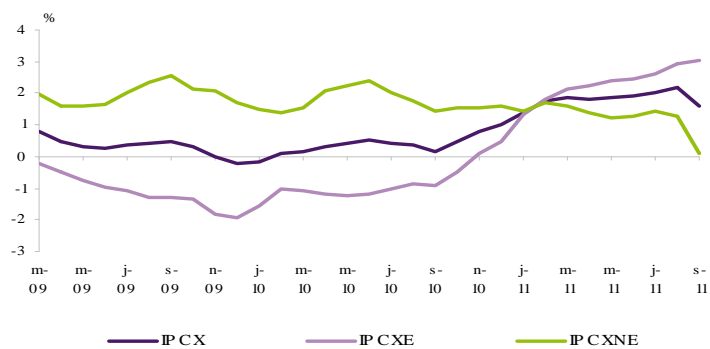
Sources : HCP et Calculs BAM

## Prix des biens échangeables et non échangeables (IPCXE/IPCXNE)\*

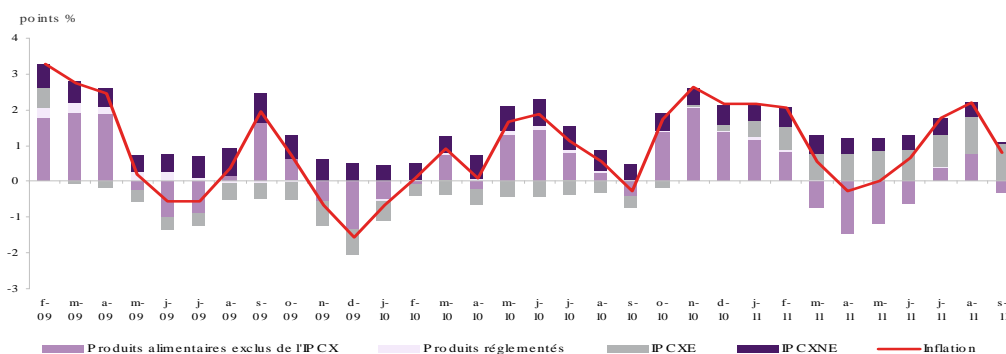
Evolution des prix des produits échangeables et non échangeables hors produits alimentaires volatils et réglementés (en glissement annuel)



Inflation sous-jacente, IPCXE et IPCXNE (en glissement annuel)



Contribution des prix des biens échangeables et non échangeables hors produits volatils et réglementés à l'inflation en glissement annuel

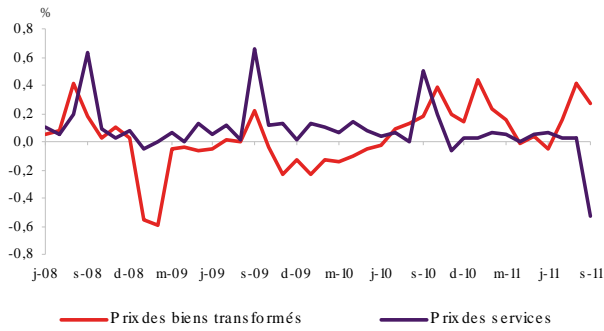


\* Il s'agit des indices des prix des biens échangeables et non échangeables hors produits alimentaires volatils et réglementés

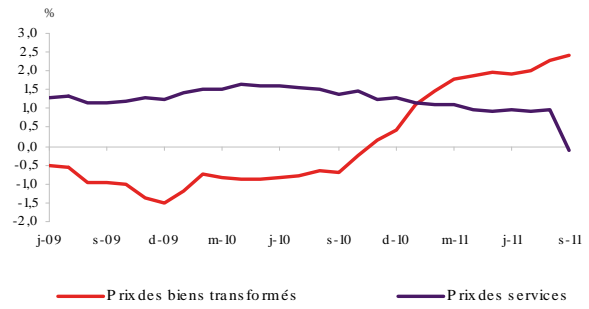
Sources : HCP et Calculs BAM

## Prix des biens et services

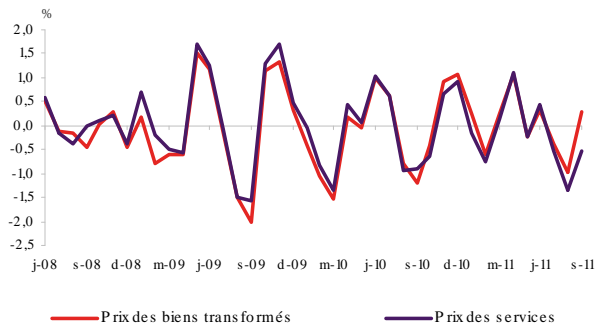
Prix des biens transformés et des services  
(Variation mensuelle)



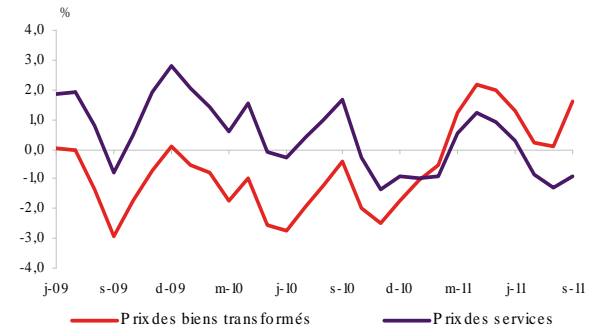
Prix des biens transformés et des services  
(Glissement annuel)



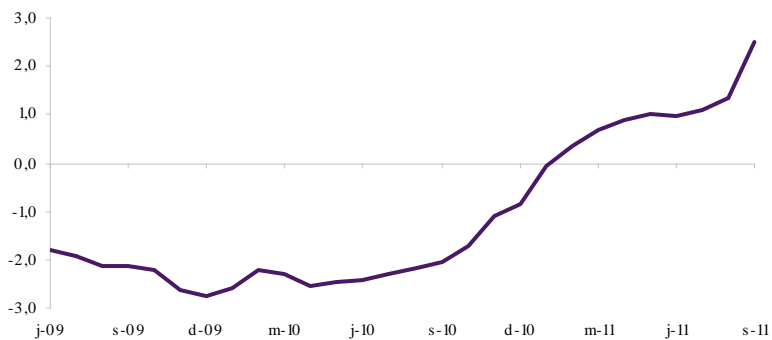
Prix des biens transformés et des services  
(Variation mensuelle)\*



Prix des biens transformés et des services  
(Glissement annuel)\*



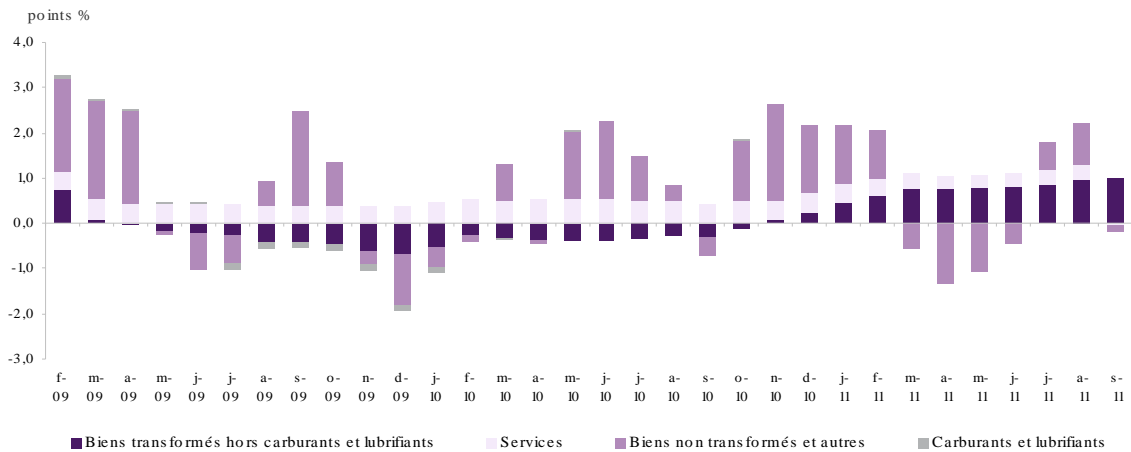
Ecart des taux d'inflation entre biens transformés  
et services (Glissement annuel)\*\*



(\*) Il s'agit de l'écart entre le taux d'inflation des biens transformés/services et le taux d'inflation global  
(\*\*) Il s'agit de l'écart entre le taux d'inflation des biens transformés et celui des services



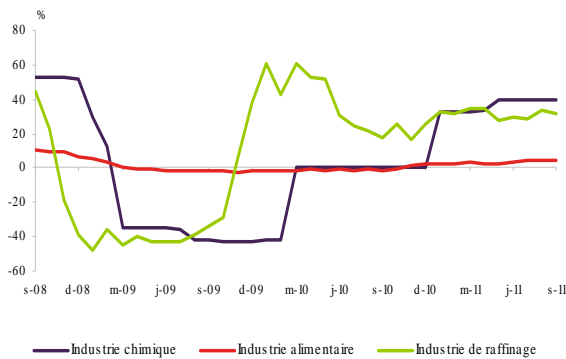
### Contributions des biens et services à l'inflation, en glissement annuel



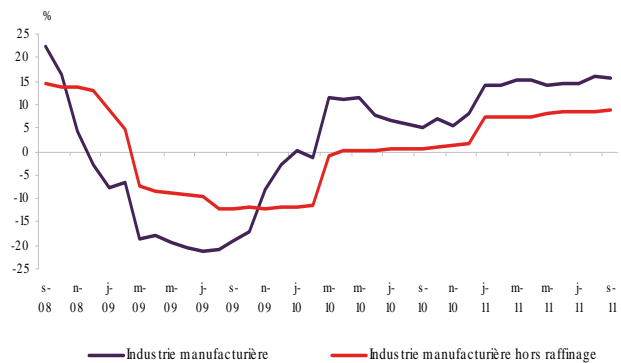
Sources : HCP et Calculs BAM

## Prix à la production industrielle et pronostics des chefs d'entreprises

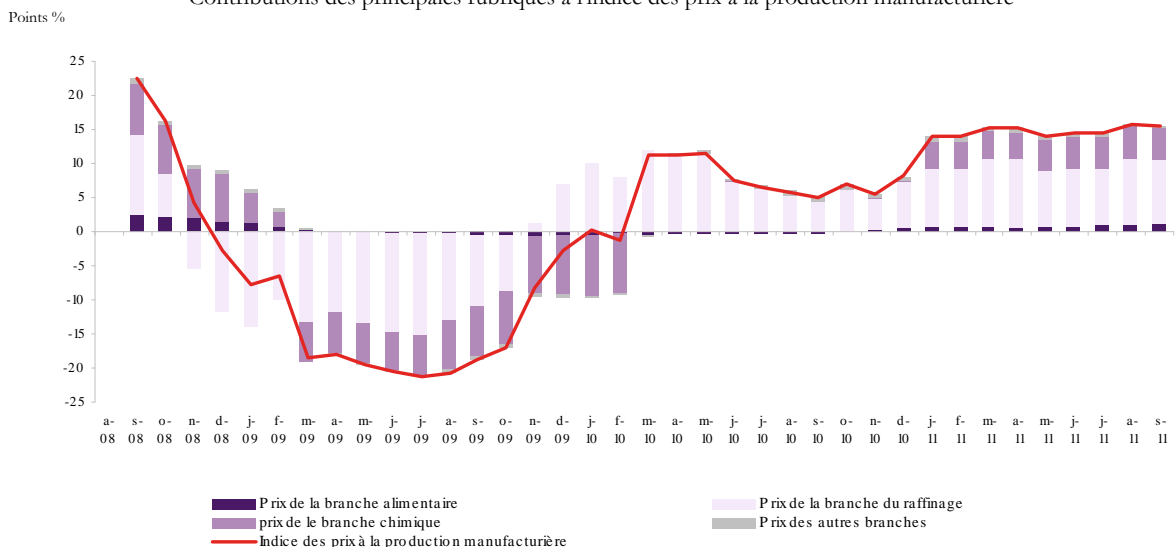
Indices des prix à la production manufacturière (glissement annuel)



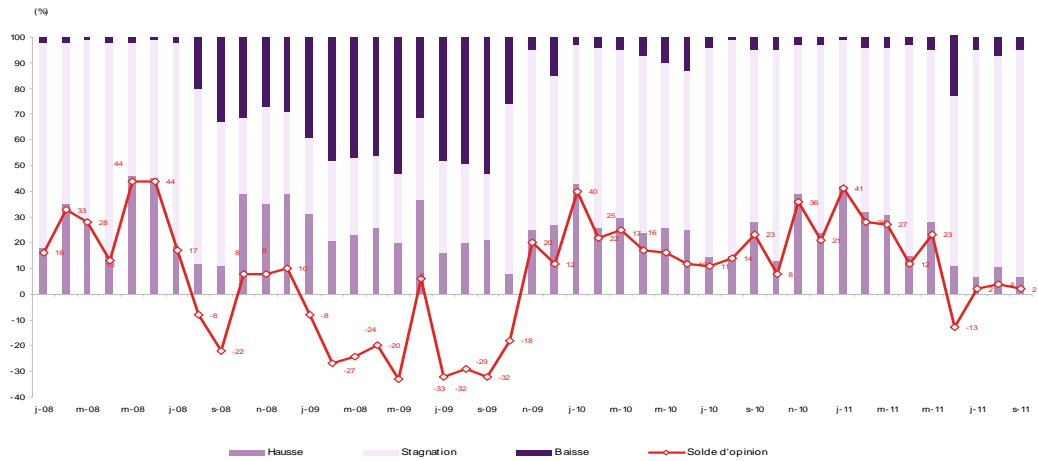
Indices des prix à la production manufacturière (glissement annuel)



Contributions des principales rubriques à l'indice des prix à la production manufacturière



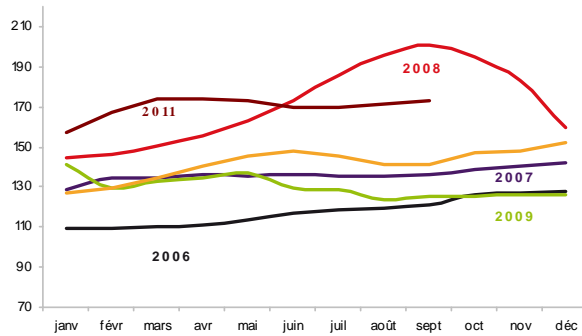
### Evolution des prix des produits industriels en glissement annuel (Soldes d'opinion\* de l'enquête BAM)



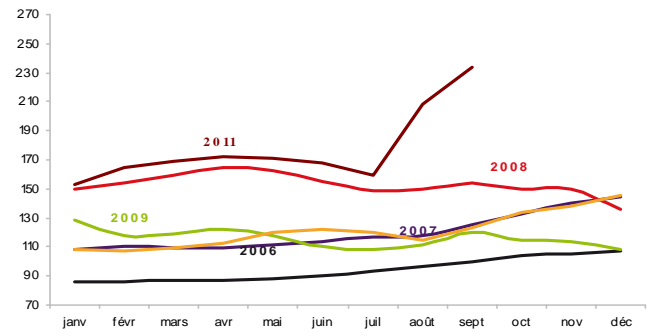
Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

## Indices de valeurs unitaires à l'importation

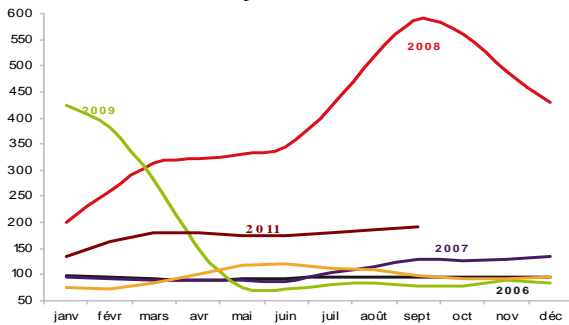
Indice des prix à l'import hors énergie



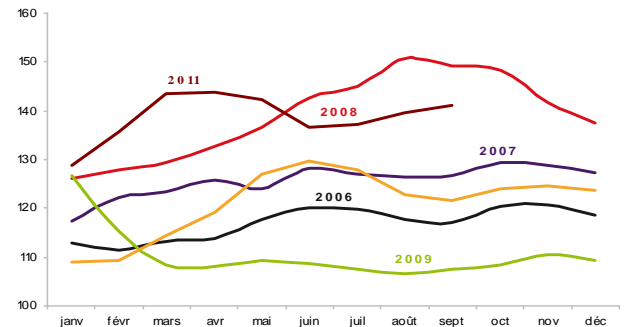
Indice des prix à l'import des produits alimentaires



Indice des prix à l'import des matières premières minières

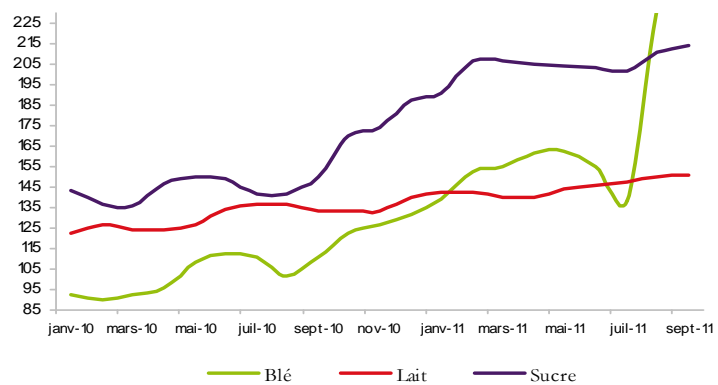


Indice des prix à l'import des demi-produits



(\*) On soude à l'opinion est la différence entre le pourcentage de réponses « hausse ou supérieur à la normale » et le pourcentage de réponses « baisse ou inférieur à la normale ». A titre d'exemple, le soude à l'opinion de 44 relatifs aux prix des produits industriels du mois de mai 2008 signifie que le pourcentage d'entreprises indiquant une augmentation des prix est supérieur de 44 points à celui des entreprises indiquant une baisse.

### Indice de prix à l'import du blé du lait et du sucre



Sources : Calculs BAM, enquête de conjoncture BAM, HCP et Office des changes

**Dépôt légal : 2008 PE0039**

**BANK AL-MAGHRIB**

**Direction des Etudes et des Relations Internationales**

**Adresse postale : 277, Avenue Mohammed V - B.P. 445 - Rabat**

**Téléphone : (212) 537-70-66-45**

**Fax : (212) 537-20-67-68**

**Email : [deri@bkam.ma](mailto:deri@bkam.ma)**

**Web : <http://www.bkam.ma>**

بنك المغرب  
بنك المغرب