



◆ **RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE** ◆

N° 20 / 2011

Document préparé pour  
le Conseil de Bank Al-Maghrib  
du 20 septembre 2011





## Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour  
le Conseil de Bank Al-Maghrib  
du 20 septembre 2011



بنك المغرب  
بنك المغرب

---

## LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

AEN	: Avoirs Extérieurs Nets
ANCFCC	: Agence Nationale de la Conservation Foncière, du Cadastre et de la Cartographie
APC	: Association Professionnelle des Cimentiers
AV 7 j	: Avances à 7 jours
AV 24 H	: Avances à 24 heures
BAM	: Bank Al-Maghrib
BCE	: Banque Centrale Européenne
BTP	: Bâtiment et Travaux Publics
CNSS	: Caisse Nationale de Sécurité Sociale
CUT	: Coût Unitaire du Travail
CUTR	: Coût Unitaire du Travail Relatif
DH	: Dirham
FBCF	: Formation Brute de Capital Fixe
FD	: Facilité de dépôt
FMI	: Fonds Monétaire International
HCP	: Haut Commissariat au Plan
IDE	: Investissements directs étrangers
IMME	: Industries Mécaniques, Métallurgiques, Electriques et Electroniques
INAC	: Institut National d'Analyse et de Conjoncture
IPAI	: Indice des Prix des Actifs Immobiliers
IPC	: Indice des Prix à la Consommation
IPCX	: Indice de l'Inflation sous-jacente
IPCXE	: Indice des prix des biens échangeables inclus dans l'IPCX
IPCXNE	: Indice des prix des biens non échangeables inclus dans l'IPCX
IPM	: Indice des Prix à l'importation
IPPI	: Indice des prix à la production industrielle
ISM	: Indice des Salaires Moyens
ISMP	: Indice des Salaires Moyen dans le secteur Privé
MASI	: Morocco All Shares Index
MRE	: Marocains résidents à l'étranger
OC	: Office des changes
OCDE	: Organisation de Coopération et de Développement Economique
OMPIC	: Office Marocain de la Propriété Industrielle et Commerciale
ONE	: Office National d'Electricité
OPCVM	: Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières
Pb	: Points de base
P/B	: Price to Book Ratio
PER	: Price Earnings Ratio
PIB	: Produit Intérieur Brut
PL	: Placements liquides
RPM	: Rapport sur la politique monétaire
PME	: Petites et Moyennes Entreprises
RL	: Reprise de liquidités
SMIG	: Salaire Minimum Interprofessionnel Garanti
TIC	: Taxe Intérieure de Consommation
TMP	: Taux Moyen Pondéré
TUC	: Taux d'Utilisation des Capacités de Production
TVA	: Taxe sur la Valeur Ajoutée
VA	: Valeur Ajoutée

## SOMMAIRE

Liste des graphiques, des tableaux et des encadrés .....	5
Communiqué de presse .....	9
Aperçu général .....	11
<b>1. Orientation de l'offre et de la demande globale .....</b>	<b>13</b>
1.1 Production .....	13
1.2 Consommation .....	15
1.3 Investissement .....	17
1.4 Commerce extérieur .....	18
<b>2. Pressions sur les capacités de production et marché du travail .....</b>	<b>20</b>
2.1 Tensions sur les capacités de production .....	20
2.2 Tensions sur le marché du travail .....	21
<b>3. Environnement international et prix à l'importation .....</b>	<b>24</b>
3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde .....	24
3.2 Prix des matières premières et de l'inflation .....	30
3.3 Indice des valeurs unitaires à l'importation du Maroc .....	33
<b>4. Conditions monétaires et prix des actifs .....</b>	<b>35</b>
4.1 Conditions monétaires .....	35
4.2 Prix des actifs .....	42
<b>5. Evolution récente de l'inflation .....</b>	<b>45</b>
5.1 Evolution de l'inflation .....	45
5.2 Biens échangeables et biens non échangeables .....	46
5.3 Biens et services .....	47
5.4 Indice des prix à la production industrielle .....	47
5.5 Anticipations d'inflation .....	48
<b>6. Perspectives de l'inflation .....</b>	<b>50</b>
6.1 Hypothèses du Scénario de base .....	50
6.2 Prévision d'inflation et balance des risques .....	53

## LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Projections de la croissance T2 2011-T2 2012.....	14
Graphique 1.2	: Projections de la croissance non agricole T2 2011-T2 2012.....	14
Graphique 1.3	: Evolution trimestrielle du produit intérieur brut, de la valeur ajoutée agricole et non agricole.....	14
Graphique 1.4	: Contributions en points de pourcentage des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance globale.....	15
Graphique 1.5	: Evolution en glissement annuel des valeurs ajoutées.....	15
Graphique 1.6	: Evolution, en glissement annuel, de la valeur ajoutée du BTP, des ventes cumulées de ciments et des crédits immobiliers.....	15
Graphique E 1.1.1	: Comparaisons des réalisations et des prévisions de la production céréalière sur la période 2009-2011.....	16
Graphique 1.7	: Production industrielle passée et prévue.....	16
Graphique 1.8	: Contributions des branches d'activités à la croissance globale.....	17
Graphique 1.9	: Indicateur composite avancé pondéré des pays partenaires.....	17
Graphique 1.10	: Évolution trimestrielle en glissement annuel de la consommation finale des ménages, des crédits à la consommation, et des recettes voyages.....	17
Graphique 1.11	: Évolution trimestrielle en glissement annuel de l'investissement total, de la valeur ajoutée non agricole et des crédits à l'équipement.....	18
Graphique 1.12	: Évolution du climat général des affaires et des dépenses d'investissement.....	18
Graphique 1.13	: Cumul des exportations.....	18
Graphique 1.14	: Cumul des importations.....	18
Graphique 1.15	: Evolution des importations du pétrole brut, du gasoil et fuel.....	19
Graphique 1.16	: Evolution des exportations du phosphate et de l'acide phosphorique.....	19
Graphique 2.1	: Output-gap non agricole.....	20
Graphique 2.2	: Output-gap non agricole et inflation sous-jacente.....	20
Graphique 2.3	: Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie.....	21
Graphique 2.4	: Productivité apparente du travail.....	21
Graphique 2.5	: Evolution des composantes du coût unitaire de production par secteur.....	21
Graphique 2.6	: Croissance non agricole et chômage urbain, T1 2001 - T2 2011.....	21
Graphique 2.7	: Effectif employé selon les secteurs d'activité.....	22
Graphique 2.8	: Variation (%) des coûts unitaires de la main-d'oeuvre du secteur manufacturier marocain par rapport à d'autres pays, 2010 T2-2011 T2.....	22
Graphique 2.9	: Variation de l'indice des salaires moyen dans le secteur privé en termes nominal et réel.....	23
Graphique 2.10	: SMIG en termes nominal et réel.....	23
Graphique 3.1	: Evolution du spread OIS-LIBOR.....	24
Graphique 3.2	: Evolution du TED spread.....	25
Graphique 3.3	: Evolution des taux de rendements des obligations d'Etat à 10 ans dans la zone euro et aux Etats-Unis.....	25
Graphique 3.4	: Evolution des CDS dans les pays périphériques de la zone euro.....	25
Graphique 3.5	: Evolution des CDS dans les pays émergents (Brésil, Russie, Inde, Chine) et au Maroc.....	26
Graphique 3.6	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées.....	26
Graphique 3.7	: Evolution de l'indice MSCI EM et du MASI.....	26
Graphique 3.8	: Evolution du VIX.....	
Graphique 3.9	: Evolution du crédit aux Etats-Unis, dans la zone euro et au Maroc.....	27
Graphique 3.10	: Evolution du PIB dans le monde, dans la zone euro et les pays partenaires.....	27
Graphique 3.11	: Evolution du PIB dans les pays émergents (Brésil, Russie, Inde, Chine) et au Maroc.....	28
Graphique 3.12	: Output-gap des principaux pays partenaires.....	28
Graphique 3.13	: Evolution de l'ISM aux Etats-Unis.....	29
Graphique 3.14	: Evolution du PMI composite et manufacturier dans la zone euro.....	29
Graphique 3.15	: Evolution du taux de chômage mensuel aux Etats-Unis, dans la zone euro et les pays partenaires.....	30
Graphique 3.16	: Evolution du taux de variation du chômage pondéré des pays partenaires et du taux de croissance des transferts des MRE.....	30

Graphique 3.17	: Cours mondial du Brent en dollar .....	30
Graphique 3.18	: Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie.....	31
Graphique 3.19	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés .....	32
Graphique 3.20	: Perspectives d'évolution des indices des prix des matières premières.....	32
Graphique 3.21	: Indice des prix à l'import hors énergie .....	33
Graphique 3.22	: Indice des prix à l'import des produits alimentaires .....	33
Graphique 3.23	: Indice des prix à l'import des produits miniers .....	33
Graphique 3.24	: Evolution de l'indice des prix des matières premières mondial et de l'IPM hors énergie national .....	33
Graphique 3.25	: Evolution des IPM .....	34
Graphique 4.1	: Evolution du taux interbancaire .....	35
Graphique 4.2	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché des valeurs du Trésor .....	36
Graphique E 4.1.1	: Evolution de la position de liquidité et du TMP .....	36
Graphique E 4.1.2	: Position de liquidité et TMP du marché monétaire interbancaire.....	36
Graphique E 4.1.3	: Variation des réserves obligatoires.....	37
Graphique E 4.1.4	: Evolution de l'effet des facteurs de liquidité .....	37
Graphique E 4.1.5	: Interventions de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire .....	37
Graphique E 4.1.6	: Evolution de la moyenne et de l'écart-type du TMP du marché interbancaire .....	37
Graphique 4.3	: Evolution des taux débiteurs .....	38
Graphique 4.4	: Evolution du taux interbancaire et des taux débiteurs .....	38
Graphique 4.5	: Croissance de M3 et sa tendance .....	38
Graphique 4.6	: Excédent monétaire .....	38
Graphique 4.7	: Contributions des principales contreparties à la croissance de la masse monétaire .....	39
Graphique 4.8	: Evolution des principales composantes de M3 .....	39
Graphique 4.9	: Contributions des secteurs institutionnels à la croissance du total des dépôts .....	39
Graphique 4.10	: Croissance du crédit et sa tendance .....	39
Graphique 4.11	: Croissance des principales catégories du crédit .....	40
Graphique 4.12	: Contribution des différentes catégories à la croissance du crédit .....	40
Graphique 4.13	: Contribution des secteurs institutionnels à la croissance du crédit .....	40
Graphique 4.14	: Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets .....	40
Graphique 4.15	: Evolution trimestrielle de l'encours des créances nettes sur l'administration centrale .....	41
Graphique 4.16	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme .....	41
Graphique 4.17	: Evolution des agrégats PL1 et PL2 .....	41
Graphique 4.18	: Croissance de PL3 et du Masi .....	42
Graphique 4.19	: Taux de change du dirham.....	42
Graphique 4.20	: Taux de change effectif nominal et réel .....	42
Graphique 4.21	: Indice des prix des actifs immobiliers .....	42
Graphique 4.22	: Indice des prix des actifs immobiliers et crédits à l'habitat .....	43
Graphique 4.23	: Indice des prix des actifs immobiliers et indice boursier du secteur immobilier .....	43
Graphique 4.24	: Indices boursiers.....	43
Graphique 4.25	: Valorisation du marché boursier au Maroc et dans certains pays émergents à fin juin 2011 .....	44
Graphique 4.26	: Evolution des indices sectoriels .....	44
Graphique 5.1	: Inflation et inflation sous-jacente .....	45
Graphique 5.2	: Contributions des principales composantes à l'inflation .....	45
Graphique 5.3	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables .....	46
Graphique 5.4	: Contribution des échangeables et des non échangeables à l'inflation sous-jacente .....	47
Graphique 5.5	: Evolution des prix des biens échangeables et non échangeables et ceux des produits alimentaires volatils et produits réglementés, en glissement annuel.....	47
Graphique 5.6	: Evolution de l'inflation des biens échangeables et celle des partenaires commerciaux .....	48
Graphique 5.7	: Contributions des prix des biens et services à l'inflation .....	48
Graphique 5.8	: Evolution des indices des prix à la production industrielle .....	48
Graphique 5.9	: Contributions des principales rubriques à l'indice des prix à la production manufacturière .....	49

Graphique 5.10 : Evolution des prix à la production de l'industrie alimentaire au Maroc et sur les marchés internationaux .....	49
Graphique 5.11 : Evolution des prix des produits industriels pour les trois prochains mois .....	49
Graphique 5.12 : Anticipations de l'inflation selon les chefs des entreprises pour les prochains mois.....	49
Graphique 6.1 : Projections de l'inflation 2011 T3 - 2012 T4 .....	54

## LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1 : Evolution du PIB trimestriel aux prix chaînés .....	13
Tableau 1.2 : Evolution de la balance commerciale au terme du mois de juillet 2011 .....	19
Tableau 2.1 : Indicateurs trimestriels d'activités et de chômage par milieu de résidence .....	22
Tableau 3.1 : Evolution de la croissance trimestrielle .....	27
Tableau 3.2 : Perspectives de la croissance dans le monde.....	28
Tableau 3.3 : Evolution du taux de chômage aux Etats-Unis, dans la zone euro et dans les pays partenaires .....	29
Tableau 3.4 : Futures du prix du pétrole .....	31
Tableau 3.5 : Futures des prix du blé du maïs et du sucre .....	31
Tableau 3.6 : Evolution récente de l'inflation dans le monde, .....	32
Tableau 3.7 : Evolution de l'IPM .....	34
Tableau 4.1 : Evolution des taux de rendement des bons du Trésor sur le marché primaire.....	35
Tableau 4.2 : Taux créditeurs.....	36
Tableau 4.3 : Valorisation du marché des actions.....	43
Tableau 5.1 : Inflation et ses composantes .....	46
Tableau 5.2 : Prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur .....	46
Tableau 5.3 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables.....	47
Tableau 5.4 : Contribution des prix des biens échangeables et non échangeables à l'inflation globale .....	47
Tableau 5.5 : Indices des prix des biens et services .....	48
Tableau 6.1 : Prévision de l'inflation pour 2011 T3 – 2012 T4.....	54

## LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 1.1 : Évaluation du dispositif de prévision de la production céréalière.....	16
Encadré 4.1 : Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire .....	36



بنك المغرب  
بنك المغرب

---

## COMMUNIQUÉ DE PRESSE

### REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 20 septembre 2011

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu sa réunion trimestrielle le mardi 20 septembre 2011.
2. Le Conseil a examiné l'évolution récente de la situation économique, monétaire et financière, ainsi que les prévisions d'inflation, établies par les services de la Banque à l'horizon du quatrième trimestre 2012.
3. Le Conseil a noté que l'évolution de l'inflation est restée globalement modérée, en ligne avec l'appréciation faite lors de sa réunion de juin. En effet, après 0,7% en juin et 1,8% en juillet, l'inflation en glissement annuel s'est située à 2,2% en août, en liaison principalement avec les fluctuations ponctuelles des prix des produits alimentaires. Parallèlement, l'inflation sous-jacente, qui reflète la tendance fondamentale des prix, s'est établie à 2,2% en août, après 2% en juillet et 1,9% en juin. Pour leur part, les prix à la production industrielle ont augmenté en glissement annuel de 14,5% en juillet, tandis que l'indice s'est accru de 0,3% d'un mois à l'autre.
4. Sur le plan international, le Conseil a analysé la montée récente des incertitudes et des risques en relation avec la détérioration des perspectives de croissance dans les pays avancés, notamment dans la zone euro, la persistance de taux de chômage élevés et l'accentuation des turbulences financières.
5. Au niveau national, et en dépit du ralentissement de l'activité économique mondiale, l'orientation favorable de la demande intérieure s'est poursuivie. Dans ces conditions, la croissance globale et celle du PIB non agricole devraient se situer entre 4,5% et 5,5% en 2011. Cette tendance qui devrait continuer en 2012 est toutefois conditionnée par une amélioration graduelle de l'environnement international. Dans ce contexte, l'output gap non agricole devrait afficher des valeurs proches de zéro au cours des prochains trimestres, dénotant ainsi l'absence de pressions inflationnistes provenant de la demande.
6. L'analyse des évolutions monétaires à fin juillet 2011 fait apparaître une légère accélération de la croissance de M3 et du crédit, avec des rythmes respectifs de 4,7% et 7,1% en glissement annuel, alors que l'écart monétaire négatif se réduit, indiquant l'absence de tensions inflationnistes d'origine monétaire. Sur l'ensemble de l'année, le rythme de progression du crédit bancaire devrait se situer à un taux légèrement supérieur à 8%, soit un niveau proche de son rythme de long terme.
7. Sur la base de l'ensemble de ces éléments, la prévision centrale de l'inflation ressort en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. L'inflation devrait s'établir à environ 2%, aussi bien au terme de l'horizon de prévision, soit le quatrième trimestre 2012, qu'en moyenne sur cet horizon. La prévision moyenne en 2011 est restée quasi-inchangée, soit 1,3% au lieu de 1,4% lors du Rapport sur la politique monétaire précédent. L'inflation sous-jacente devrait pour sa part rester modérée, ne dépassant pas 2%.

8. Dans ce contexte, caractérisé par une prévision centrale durablement en ligne avec l'objectif de stabilité des prix et une orientation à la baisse de la balance des risques, le Conseil a décidé de maintenir le taux directeur à 3,25%.
9. Compte tenu du caractère durable du besoin de liquidité sur le marché monétaire et au regard des prévisions des facteurs de liquidité, Bank Al-Maghrib procédera à des opérations de pension livrée à terme plus long, dans le cadre de ses opérations de régulation du marché monétaire.

---

## APERÇU GÉNÉRAL

En ligne avec les analyses et prévisions publiées dans le cadre du Rapport sur la Politique Monétaire de juin 2011, l'évolution des prix à la consommation est restée modérée. En effet, après 0% en mai et 0,7% en juin, l'inflation en glissement annuel a atteint 1,8% en juillet, en liaison principalement avec les fluctuations ponctuelles des prix des produits alimentaires. Pour sa part, l'inflation sous-jacente, qui traduit la tendance fondamentale des prix, a atteint 2% en juillet, après 1,9% en juin et 1,8% en mai, reflétant essentiellement la poursuite du mouvement haussier des prix des produits échangeables. De son côté, le rythme annuel de progression de l'indice des prix à la production industrielle est resté élevé, se situant à 14,5% en juin et juillet, après 14,6%, en moyenne au cours du deuxième trimestre, s'expliquant par la poursuite de la transmission du renchérissement antérieur des matières premières.

Au niveau de l'environnement international, les conditions financières ont connu de nouvelles tensions, attribuables essentiellement aux difficultés liées à la crise des dettes souveraines aux Etats-Unis et dans certains pays européens et à la nette dégradation des indicateurs de l'activité au deuxième trimestre. S'agissant de l'activité économique, elle reste marquée par une croissance à des rythmes différenciés, comme en attestent aussi bien les résultats des comptes nationaux du deuxième trimestre 2011 que les derniers indicateurs de haute fréquence. Dans la plupart des économies avancées, la croissance économique a enregistré une décélération, tandis que dans les pays émergents et en développement, elle se poursuit à un rythme vigoureux avec toutefois des signes de ralentissement lié à cet environnement international moins favorable. Ces évolutions, combinées à la persistance du taux de chômage à des niveaux élevés dans les économies avancées, augmentent les incertitudes quant aux perspectives de croissance à moyen terme à l'échelle mondiale.

Au plan national, les données indiquent la poursuite du dynamisme des exportations, comme en témoigne l'accroissement de 18,8% enregistré à fin août, en glissement annuel, avec une progression de 14,1% des exportations hors phosphates et dérivés. Toutefois, le déficit commercial s'est de nouveau creusé, en relation avec la hausse de 20,7% des importations, elle-même liée à l'augmentation de 40,6% des achats des produits énergétiques. En dépit du ralentissement de l'activité observé dans les principaux pays émetteurs, les recettes de voyages et les transferts des MRE ont progressé de 6,4% et de 7,7%, respectivement.

Dans ce contexte, la croissance non agricole devrait s'établir autour de 4,6% au troisième trimestre et entre 4,5% et 5,5% pour l'ensemble de l'année 2011. Dans ces conditions, l'output-gap non agricole marquerait des valeurs proches de zéro sur l'ensemble de l'année. Pour leur part, les activités agricoles devraient poursuivre leur consolidation, portant ainsi la croissance du PIB global à environ 4,8% au titre du troisième trimestre et entre 4,5% et 5,5% pour l'ensemble de l'année.

S'agissant des conditions monétaires, les données les plus récentes font état d'une légère accélération de la progression des agrégats de monnaie et de crédit, alors que l'écart monétaire se réduit. En effet, après s'être accru de 4,2%, en glissement annuel, pendant les deux premiers trimestres de l'année, l'agrégat M3 a augmenté de 4,7% en juillet 2011. Pour sa part, la croissance du crédit s'est établie à 7,1%, après 6,5% en moyenne le trimestre précédent, portée principalement par les facilités de trésorerie, dont la progression observée depuis juin dernier s'explique essentiellement par l'accroissement des besoins de certains secteurs

notamment l'industrie, le transport et les télécommunications. S'agissant des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le deuxième trimestre 2011 indiquent une légère augmentation de 7 points de base du taux moyen pondéré du crédit, tirée essentiellement par celle des taux assortissant les prêts immobiliers et les facilités de trésorerie. Quant à l'indice des prix des actifs immobiliers, il a enregistré une augmentation de 1,9% au deuxième trimestre 2011, en glissement annuel, après celle de 4,8% le trimestre précédent, liée à la hausse de 3,8% des prix des biens résidentiels.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments, l'inflation à l'horizon des six prochains trimestres devrait rester globalement en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. L'inflation devrait se situer à 2%, aussi bien au terme de l'horizon de prévision, soit le quatrième trimestre de l'année 2012, qu'en moyenne sur cet horizon. Comparativement à l'exercice précédent (RPM juin 2011), la prévision pour 2011 est demeurée quasi-inchangée, ressortant à 1,3% au lieu de 1,4%. En ce qui concerne la balance des risques entourant la prévision centrale, elle est orientée à la baisse dans un contexte de ralentissement de l'activité économique mondiale et sous l'hypothèse d'un maintien à son niveau actuel du prix du gasoil à la pompe.

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

Au premier trimestre 2011, la croissance nationale s'est établie à 4,9%, reflétant une amélioration de la demande intérieure, avec une progression de 6,3% de la consommation des ménages et de 3,8% de la formation brute de capital fixe ainsi qu'une hausse des exportations à prix constants, plus rapide que celles des importations. Au niveau de la structure du PIB, la croissance non agricole s'est établie à 4,7% après le ralentissement ponctuel enregistré au quatrième trimestre 2010, tandis que la valeur ajoutée agricole a augmenté de 3,7%. Pour le deuxième et le troisième trimestre, les estimations et prévisions indiquent une stabilisation de la croissance nationale à 4,8%, recouvrant une hausse de 3,9% de la valeur ajoutée agricole et de 4,7% de celle non agricole. Au-delà de cet horizon, les incertitudes liées à la durabilité et à l'ampleur du redressement de l'activité économique dans la zone euro augmentent les risques entourant l'orientation de la demande étrangère ainsi que l'évolution de certains déterminants de la demande intérieure, notamment les transferts des MRE et les investissements directs étrangers. Toutefois, les évolutions favorables constatées à fin août au niveau des différentes rubriques de la balance des paiements et du climat général des affaires, ainsi que l'impact escompté de la revalorisation des salaires et du maintien de l'inflation à des rythmes modérés, ne laissent pas présager d'une détérioration à court terme des perspectives de croissance de la demande. Les prévisions sont ainsi maintenues pour l'ensemble de l'année 2011 dans un intervalle compris entre 4,5% et 5,5%, aussi bien pour la croissance non agricole que celle du PIB global. En somme, les éléments d'analyse de l'offre et de la demande indiquent que les pressions sur les prix demeurent modérées.

### 1.1 Production

La croissance nationale s'est établie au premier trimestre 2011 à 4,9%, et devrait se stabiliser autour de 4,8% au cours des deuxième et troisième trimestres 2011.

La production céréalière au titre de la campagne agricole 2010-2011 a atteint 84 millions de quintaux, en hausse de 12,6% par rapport à la campagne précédente, en ligne avec les estimations de la Banque établies, sur la base des données arrêtées à fin mai 2011 (voir encadré 1.1).

S'agissant des activités non agricoles, dont la croissance s'est établie à 4,7% au premier trimestre 2011 après le ralentissement ponctuel constaté au quatrième trimestre 2010. Les indicateurs disponibles à fin août suggèrent une consolidation au cours des deuxième et troisième trimestres 2011, avec une progression moyenne de l'ordre de 4,7%.

Au niveau des activités secondaires, le secteur minier a connu une poursuite du dynamisme entamé au quatrième trimestre 2009, mais

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

Branches d'activités en %	2009		2010			2011			
	TIII	TIV	TI	TII	TIII	TIV	TI	TII <sub>E</sub>	TIII <sub>P</sub>
Agriculture	26,3	32,3	0,6	-3,4	0,0	-3,6	3,7	3,9	3,9
<b>VA non agricole</b>	<b>0,1</b>	<b>5,5</b>	<b>6,0</b>	<b>4,4</b>	<b>4,3</b>	<b>2,3</b>	<b>4,7</b>	<b>4,7</b>	<b>4,6</b>
Industrie extractive	-21,9	14,0	74,7	51,3	23,3	18,8	13,7	8,9	5,0
Industrie de transformation	-0,3	3,9	1,8	1,7	3,2	4,5	2,7	3,1	3,4
Electricité et eau	3,1	7,6	5,1	8,7	9,3	5,6	2,3	4,2	2,5
Bâtiment et travaux publics	0,9	7,1	5,9	3,7	1,4	-0,3	2,5	3,2	3,7
Commerce	-2,1	4,3	2,8	-0,5	3,6	-7,0	3,8	4,2	4,5
Hôtels et restaurants	0,1	2,9	8,8	8,0	8,7	6,8	7,5	4,2	3,4
Transports	2,6	5,5	11,7	6,7	6,2	4,4	5,5	5,2	5,4
Postes et télécommunications	3,9	1,1	2,1	2,6	3,4	9,6	7,7	7,8	7,8
Administration publique générale et sécurité sociale	9,7	8,8	4,4	3,2	2,3	1,7	4,6	4,5	4,2
Autres services*	2,7	3,8	5,0	4,1	4,2	2,7	5,0	4,6	4,6
Impôts sur les produits nets des subventions	6,5	5,1	6,8	6,6	6,5	7,0	7,9	6,8	6,9
PIB hors agriculture	0,9	5,5	6,1	4,7	4,6	2,9	5,1	5,0	4,9
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>3,7</b>	<b>8,6</b>	<b>5,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,9</b>	<b>2,0</b>	<b>4,9</b>	<b>4,8</b>	<b>4,8</b>

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

Sources : HCP, estimations et prévisions de BAM

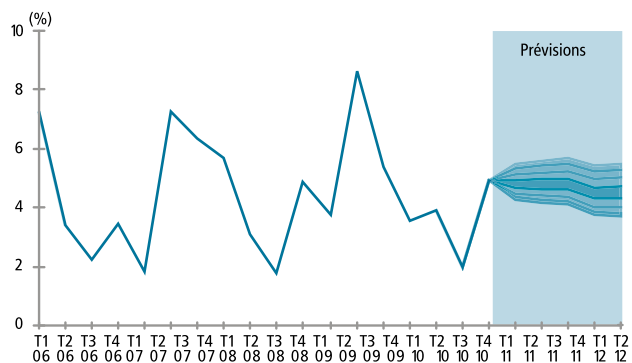
à un rythme moins prononcé. Toutefois, et parallèlement à la hausse de la demande d'engrais et au maintien des cours à des niveaux élevés, les exportations de phosphates et dérivés se sont établies à 30,2 milliards de dirhams à fin août, en hausse de 33,8%.

Après un léger ralentissement au premier trimestre 2011, les différents indicateurs font état d'une amélioration progressive de l'activité des industries de transformation. En effet, les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrif du mois de juillet font ressortir une augmentation pour le deuxième mois consécutif de la production et une orientation à la hausse des ventes, à la faveur principalement des ventes locales. Par ailleurs, le niveau des commandes est jugé supérieur à son niveau normal en dépit de la baisse signalée au mois de juillet des nouvelles commandes reçues. Globalement, les perspectives d'évolution de l'activité demeurent favorables, les professionnels anticipant une stagnation de la production et une augmentation des ventes.

Dans le même sillage, les perspectives d'évolution des industries énergétiques sont globalement favorables. La production du raffinage de pétrole a augmenté de 9% et la production nette de l'Office national de l'électricité s'est accrue à fin juillet de 4,4%, recouvrant une baisse de 41,4% de celle des centrales hydrauliques et une hausse de 41,2% de la production thermique. En regard, les ventes totales de l'ONE ont progressé de 8,2%, reflétant un accroissement de 9,2% des ventes aux ménages et de 7,9% de celles destinées aux industriels.

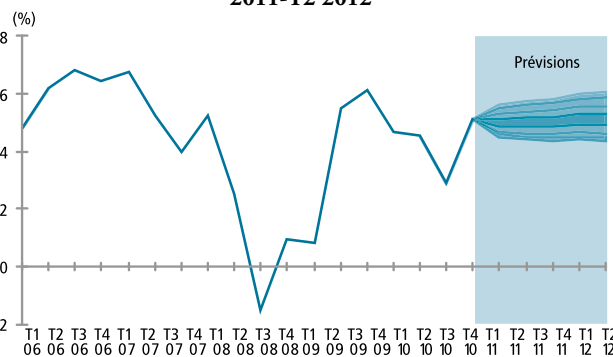
Concernant la branche du bâtiment et travaux publics, la hausse de 6% des ventes de ciments à fin août et de 8,8% des crédits immobiliers à fin juillet laisse indiquer une amélioration de l'activité, alors que la perte nette de 65.000 postes d'emplois dans le secteur au deuxième trimestre constitue une source importante d'incertitude. Globalement, les activités du BTP devraient poursuivre le redressement graduel

Graphique 1.1 : Projections de la croissance T2 2011-T2 2012\*



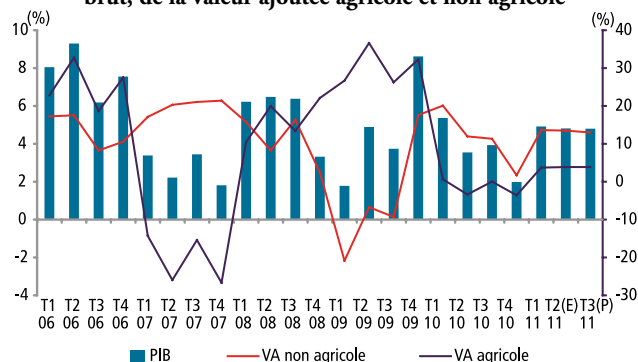
(\*) Éventails en fonction de l'écart type  
Sources : HCP, estimations et prévisions de BAM

Graphique 1.2 : Projections de la croissance non agricole T2 2011-T2 2012\*



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

Graphique 1.3 : Evolution trimestrielle du produit intérieur brut, de la valeur ajoutée agricole et non agricole



Sources : HCP et prévisions de BAM

entamé au premier trimestre, après le creux enregistré au quatrième trimestre 2010, pour croître de 3,7% au troisième trimestre 2011.

Au niveau des activités tertiaires, la valeur ajoutée du commerce s'est redressée au premier trimestre 2011, après la baisse enregistrée au quatrième trimestre 2010, et aurait progressé de 4,2% au deuxième trimestre 2011. Quant au secteur des postes et télécommunications, il aurait enregistré une croissance de 7,8% au deuxième trimestre 2011, niveau en ligne avec les performances du premier trimestre 2011.

En revanche, la valeur ajoutée des activités touristiques aurait connu un certain ralentissement au deuxième et au troisième trimestre 2011 comme en témoignent les derniers indicateurs disponibles. En effet, le flux touristique s'est accru de 3,4% et les nuitées recensées par les unités classées ont baissé de 2,4% à fin juillet 2011.

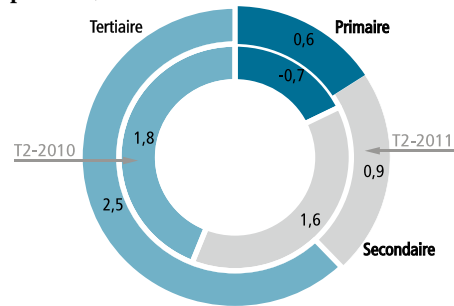
Dans ces conditions et sur l'ensemble de l'année 2011, les estimations relatives à la croissance aussi bien globale que non agricole ont été maintenues entre 4,5% et 5,5%, avec toutefois une augmentation des risques entourant cette prévision, en raison notamment des incertitudes liées à la durabilité et à l'ampleur du redressement de l'activité économique dans la zone euro, principal partenaire économique du Maroc.

## 1.2 Consommation

La consommation finale nationale a progressé de 5,4% au premier trimestre 2011, reflétant une augmentation de 6,3% de la consommation des ménages et de 2,1% de celles des administrations publiques. Au cours des prochains trimestres, la consommation des ménages devrait rester soutenue, en dépit de l'apparition de quelques sources d'incertitudes.

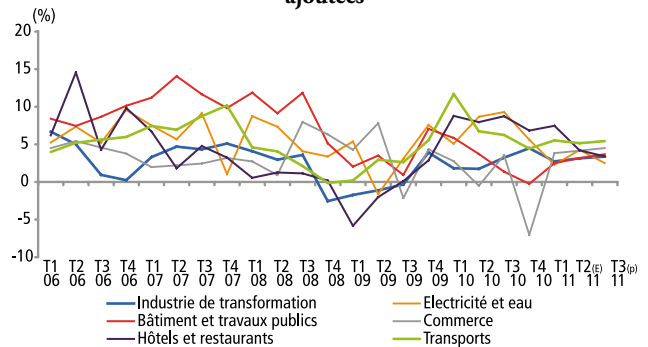
En effet, la consommation des ménages devrait bénéficier d'un raffermissement du pouvoir d'achat des ménages, à la faveur

Graphique 1.4 : Contributions en points de pourcentage des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance globale



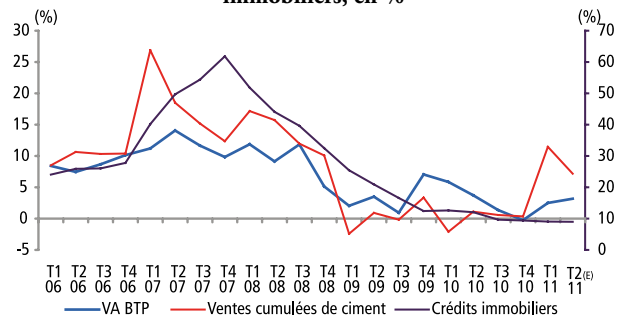
Sources : HCP calculs et prévisions de BAM

Graphique 1.5 : Evolution en glissement annuel des valeurs ajoutées



Sources : HCP et prévisions de BAM

Graphique 1.6 : Evolution, en glissement annuel, de la valeur ajoutée du BTP, des ventes cumulées de ciments et des crédits immobiliers, en %

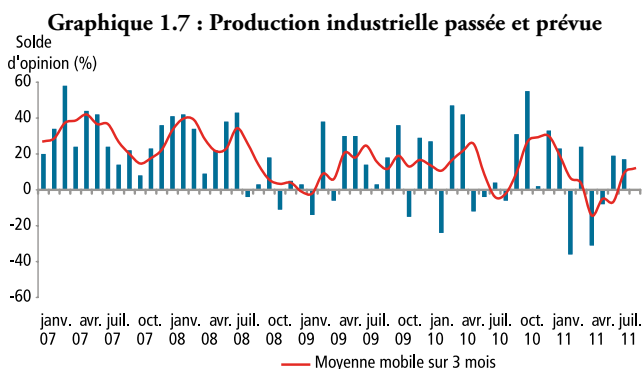


Sources : APC, prévisions de BAM



de la revalorisation récente des salaires, du dynamisme des transferts des MRE, en progression de 7,7% à fin août, et du maintien de l'inflation à des niveaux bas. En outre, les importations des produits finis de consommation ont progressé de 8,1% et les recettes de voyages ont augmenté de 6,4% à fin août, témoignant d'une amélioration de la consommation des ménages non résidents. En revanche, les indicateurs du marché de l'emploi au deuxième trimestre font ressortir quelques risques en relation avec la hausse du chômage en glissement annuel et la perte nette, en une année, de 83.000 postes d'emplois.

Au niveau de la consommation publique, elle a marqué au terme des sept premiers mois de



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

**Encadré 1.1 : Évaluation du dispositif de prévision de la production céréalière**

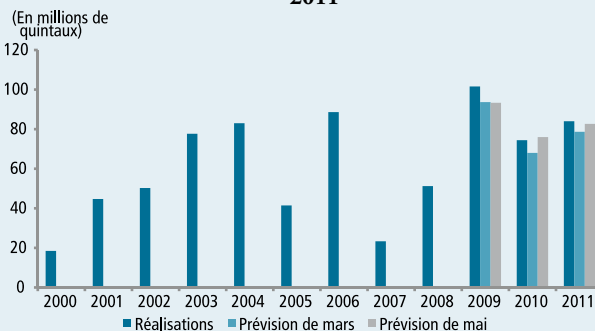
La stabilisation de la croissance nationale trouve son origine dans plusieurs facteurs, dont la moindre volatilité du secteur agricole. Toutefois, l'impact de ce secteur demeure important, la corrélation entre l'évolution de la croissance nationale et celle de la valeur ajoutée agricole étant évaluée à 83% au cours de cette dernière décennie. (Encadré 1.1 RPM mars 2008).

Dans l'objectif d'avoir une meilleure appréciation des évolutions futures de la valeur ajoutée agricole, Bank Al-Maghrib a mis en place en 2009 un dispositif de prévision de la production céréalière, qui reste la composante la plus sensible aux conditions climatiques. Ce dispositif donne des prévisions par unité géographique homogène et par culture céréalière d'automne : blé tendre, blé dur et orge (Encadré 1.1 RPM mars 2009).

Après une première version basée sur les cumuls pluviométriques mensuels au niveau de 20 stations météorologiques, ce dispositif a été amélioré de manière notable par l'intégration de huit nouvelles mesures climatiques, l'adoption d'une fréquence décadaire des observations et l'extension à 29 du nombre de stations couvertes, suite à la signature d'une convention avec la Direction de la Météorologie Nationale en 2009, pour alimenter la Banque en données climatiques.

Les résultats obtenus au cours des trois dernières campagnes sont satisfaisants, les estimations étant très proches des réalisations définitives publiées par le Ministère de l'Agriculture, permettant ainsi une meilleure appréciation des perspectives à court terme du secteur agricole.

**Graphique E 1.1.1 : Comparaisons des réalisations et des prévisions de la production céréalière sur la période 2009-2011**



Sources : Ministère de l'agriculture, du développement rural et des Pêches Maritimes, Direction de la météorologie nationale, Centre Royal de Télédétection Spatiale et calculs et prévisions de BAM

l'année une baisse de 1,3%, recouvrant une hausse de 9,8% des dépenses du personnel et une baisse de 20,6% de celles des autres biens et services.

### 1.3 Investissement

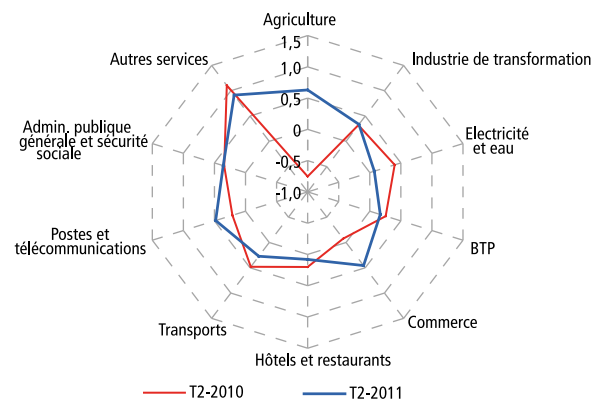
Au premier trimestre 2011, la formation brute de capital fixe s'est inscrite en hausse de 3,8% après une baisse de 8,6% au quatrième trimestre 2010. Au cours des prochains trimestres, le contexte global de l'investissement devrait rester plus favorable qu'en 2010.

En effet, les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture de Bank Al-Maghrif dans l'industrie du mois de juillet, indiquent une hausse de la production par rapport au mois précédent, les industriels anticipant une stabilité de l'activité pour les trois prochains mois. En outre, le climat social est qualifié de « calme » par 92% des entreprises enquêtées au cours du deuxième trimestre 2011, contre 8% qui l'ont estimé « tendu », principalement dans les industries du textile et de cuir et les industries mécaniques et métallurgiques. En matière de dépenses d'investissement, les industriels anticipent la poursuite, à très court terme, de la hausse des investissements avec un solde d'opinion de 10%, en amélioration par rapport au solde du deuxième trimestre.

Par ailleurs, les crédits à l'équipement ainsi que les importations de « machines et produits divers » se sont inscrites à fin juillet 2011 en hausse respectivement de 7,4% et de 21%. Dans le même temps, les informations parcellaires disponibles indiquent une certaine amélioration de l'investissement dans les bâtiments et travaux publics, à la faveur notamment de l'essor des projets relatifs au logement social.

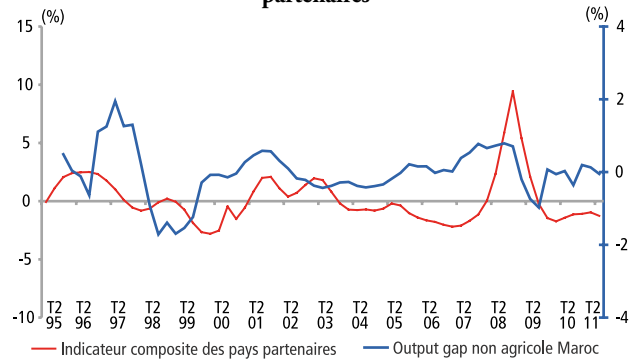
Pour sa part, l'investissement public, selon la situation des charges et ressources du Trésor, a reculé de 10% à fin juillet, soit un taux de réalisation de 52,7% par rapport à la Loi de finances 2011.

Graphique 1.8 : Contributions des branches d'activités à la croissance globale



Sources : HCP, calculs et prévisions BAM

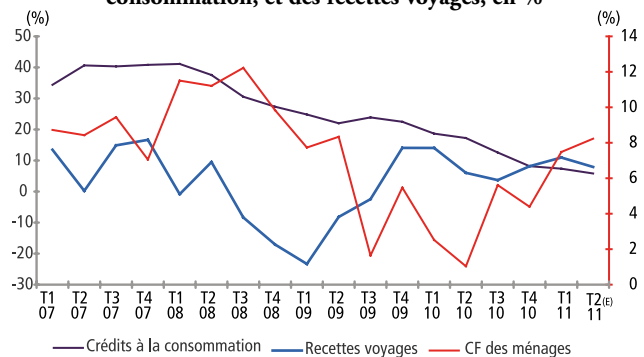
Graphique 1.9 : Indicateur composite avancé pondéré des pays partenaires\*



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

Sources : OCDE et calcul BAM

Graphique 1.10 : Évolution trimestrielle en glissement annuel de la consommation finale des ménages, des crédits à la consommation, et des recettes voyages, en %



Sources : HCP, OC et calculs et prévisions BAM

Au total, selon les estimations de Bank Al-Maghrib l'investissement devrait croître de 3% en 2011 contre une baisse de 0,4% un an auparavant.

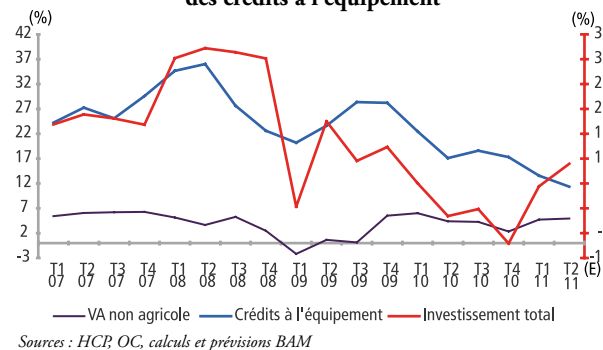
### 1.4 Commerce extérieur

Les données disponibles à fin août 2011 indiquent la poursuite de l'amélioration de la demande étrangère adressée au Maroc, comme en témoigne le rythme d'accroissement des exportations qui demeure élevé. Toutefois le déficit commercial s'est aggravé en glissement annuel, en liaison avec la hausse importante des importations.

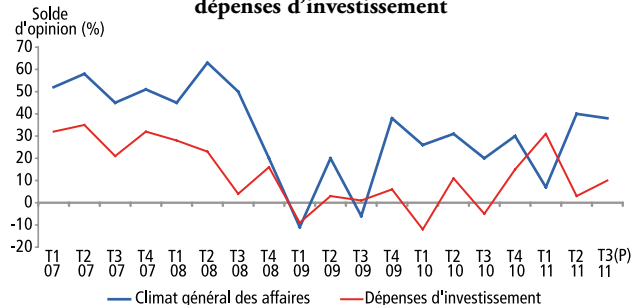
En effet, la balance commerciale a dégagé, à l'issue des huit premiers mois de l'année, un déficit de 122,2 milliards de dirhams, en progression de 22,6% par rapport à la même période de l'année précédente. Cette évolution s'explique par la hausse de 20,7% ou 40,4 milliards des importations, plus soutenue que celle de 18,8% ou 17,8 milliards des exportations. Le taux de couverture s'est ainsi situé à 48%. L'amélioration des exportations est liée aussi bien à l'augmentation de 33,8% des ventes de phosphates et dérivés, qu'à celle de 14,1% des exportations hors phosphates. Ainsi, les expéditions de phosphates et celles de ses dérivés ont crû respectivement de 41,5% et de 31,3% comparativement à la même période de 2010, pour atteindre 7,8 milliards et 22,4 milliards de dirhams. Pour leur part, les livraisons de fils et câbles, de composants électroniques, d'articles de bonneterie et de vêtements confectionnés ont enregistré des progressions respectives de 19,4%, de 7,5%, de 7,5% et de 7,8%, pour des montants de 9,8 milliards, 3,5 milliards, 4,9 milliards et 13,1 milliards de dirhams. En revanche, les exportations des poissons en conserve et ceux des agrumes ont connu des diminutions respectives de 21,3% et de 15,1%, s'établissant à 2,5 milliards et à 1,4 milliard de dirhams.

En regard, la croissance des importations s'explique par l'augmentation des acquisitions

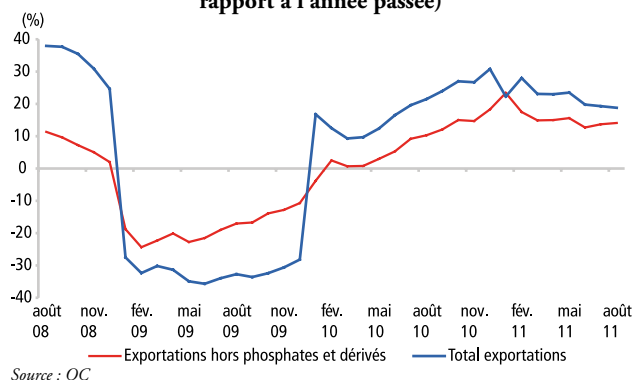
**Graphique 1.11 : Évolution trimestrielle en glissement annuel de l'investissement total, de la valeur ajoutée non agricole, et des crédits à l'équipement**



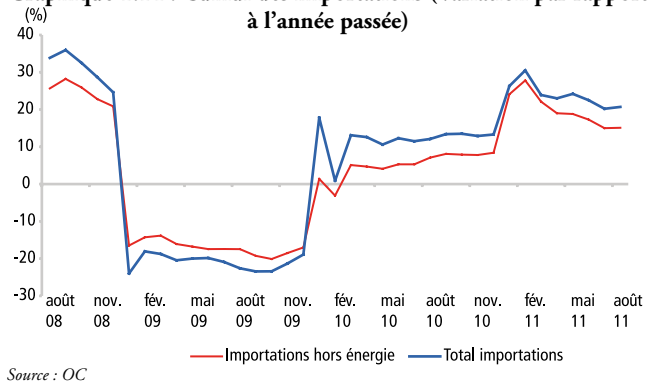
**Graphique 1.12 : Évolution du climat général des affaires et des dépenses d'investissement**



**Graphique 1.13 : Cumul des exportations (Variation par rapport à l'année passée)**



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



de la majorité des catégories de produits. Ainsi, la facture énergétique, chiffrée à 60,4 milliards de dirhams, s'est accrue de 40,6%. Cette évolution s'explique principalement par la progression de 31,1% du prix moyen de la tonne importée de pétrole brut qui s'est élevé à 6.167 dirhams, le volume importé étant resté quasiment inchangé, s'établissant à 3.304,9 milliers de tonne. De même, les achats de gasoil et fuel, ainsi que ceux de gaz de pétrole et autres hydrocarbures ont enregistré des accroissements respectifs de 73,1% et de 25,9%, atteignant 21,6 milliards et 10,6 milliards de dirhams.

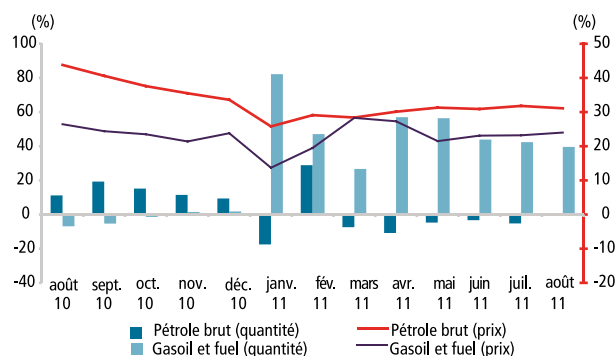
Hors énergie, les importations ont augmenté de 15,1%, s'élevant à 174,6 milliards de dirhams. En effet, les achats des produits alimentaires, d'un montant de 25,3 milliards de dirhams, se sont accrus de 46,7%, sous l'effet notamment de l'expansion des approvisionnements en blé, qui sont passés de 3,1 milliards à 7,1 milliards. Pour leur part, les importations de demi-produits se sont chiffrées à 51,2 milliards, en augmentation de 24,6%, attribuable principalement à la progression des achats de produits chimiques de 40% et de matières plastiques de 30,2%. Les importations de biens de consommation ont également enregistré une hausse de 8,1%, pour s'élever à 40,1 milliards, suite notamment à l'augmentation de 10,1% des acquisitions de médicaments. En revanche, les importations de produits d'équipement ont accusé une baisse de 3,2%, se chiffrant à 44,4 milliards de dirhams.

**Tableau 1.2 : Évolution de la balance commerciale au terme du mois d'août 2011**

(En millions de dirhams)	janv.-août	janv.-août	Variations	
	2010	2011*	Montant	%
<b>Exportations globales</b>	94 959,0	112 801,7	+17 842,7	+18,8
Exportations de phosphates et dérivés	22 585,4	30 224,9	+7 639,5	+33,8
Exportations hors phosphates et dérivés	72 373,6	82 576,8	+10 203,2	+14,1
Fils et câbles pour l'électricité	8 205,0	9 799,6	+1594,6	+19,4
Composants électroniques	3 290,1	3 537,1	+247,0	+7,5
Articles de bonneterie	4 529,4	4 867,9	+338,5	+7,5
Vêtements confectionnés	12 111,3	13 055,9	+944,6	+7,8
Poissons en conserve	3 151,1	2 481,1	-670,0	-21,3
<b>Importations globales</b>	194 638,0	234 994,8	+40 356,8	+20,7
Importations de produits énergétiques	42 969,6	60 422,2	+17 452,6	+40,6
Importations hors produits énergétiques	151 668,4	174 572,6	+22 904,2	+15,1
Demi-produits	41 110,8	51 216,0	+10 105,2	+24,6
Produits alimentaires	17 275,0	25 338,8	+8 063,8	+46,7
Biens consommation	37 040,8	40 055,3	+3 014,5	+8,1
Biens d'équipement	45 844,6	44 383,5	-1 461,1	-3,2
<b>Déficit commercial</b>	-99 679,0	-122 193,1	+22 514,1	+22,6

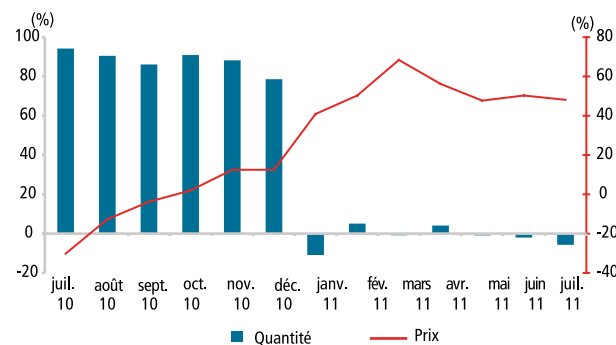
\* Données provisoires  
Source : OC

**Graphique 1.15 : Evolution des importations du pétrole brut, du gasoil et fuel, en glissement annuel**



Source : OC

**Graphique 1.16 : Evolution des exportations du phosphate, en glissement annuel**



Source : OC

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

Comme aux quatre derniers trimestres, l'output-gap non agricole aurait marqué au premier semestre 2011 des valeurs non significativement différentes de zéro, reflétant le maintien de la vigueur de la demande interne et la modération de la demande extérieure nette. Pour les prochains trimestres, son évolution reste conditionnée par la poursuite du dynamisme de la consommation et de l'investissement au niveau national, ainsi que par la matérialisation des risques entourant la consolidation de la reprise dans les principaux pays partenaires. Dans l'industrie, les résultats de l'enquête de BAM du mois de juillet 2011 montrent que le taux d'utilisation des capacités de production s'est situé à 76% au niveau global et à 71% hors raffinage, soit des valeurs légèrement supérieures aux moyennes historiques. En matière d'emploi, le taux de chômage a enregistré une hausse de 0,5 point de pourcentage en glissement annuel, s'établissant à 8,7% au deuxième trimestre 2011. Par ailleurs, en raison essentiellement de l'effet de la valorisation récente du SMIG, les dernières données sur les salaires dans le secteur privé attestent d'une hausse importante en termes nominal et réel au deuxième trimestre 2011 en glissement annuel. Les différents facteurs suggèrent globalement l'absence de pressions notables de la demande sur les prix au cours des prochains trimestres.

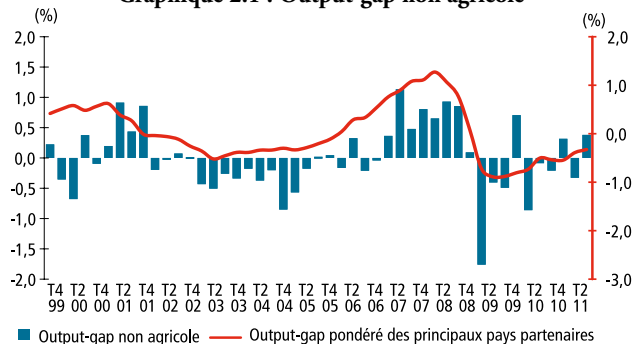
### 2.1 Tensions sur les capacités de production

L'output-gap non agricole aurait été positif au deuxième trimestre 2011 après avoir affiché une valeur négative un trimestre auparavant, se situant ainsi à un niveau quasi nul sur la première moitié de l'année. Au cours des prochains trimestres, les risques entourant le rythme de croissance chez nos principaux pays partenaires, à travers leur impact direct sur la demande extérieure et indirect sur celle intérieure, augmentent l'incertitude entourant ses perspectives d'évolution, mais les différentes mesures donnent globalement des valeurs compatibles avec de faibles tensions sur les prix.

Au regard des résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie de Bank Al-Maghrib, le taux d'utilisation des capacités de production (TUC) a progressé de 4 points de pourcentage en juillet 2011 pour s'établir à 76%, en liaison essentiellement avec la

hausse de 74% à 81% du TUC dans les industries chimiques et parachimiques, le TUC hors raffinage étant maintenu à 71%. Pour les autres secteurs, ce taux s'est stabilisé à 74% dans les industries agro-alimentaires et a accusé un léger repli dans les industries électriques et électroniques, les industries du textile et du

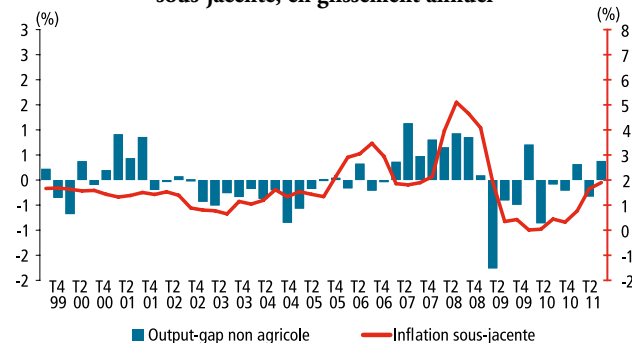
Graphique 2.1 : Output-gap non agricole



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

Sources : HCP et estimations BAM

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



Sources : HCP et estimations BAM

cuir, ainsi que dans les industries mécaniques et métallurgiques, pour atteindre respectivement 80%, 69% et 61%.

Pour sa part, l'indice de la productivité apparente du travail<sup>1</sup> dans les activités non agricoles s'est accru de 5,4% en glissement annuel durant le deuxième trimestre 2011 pour s'élever à environ 125,2 points, reflétant une baisse du taux d'emploi, dans un contexte d'augmentation du rythme de la progression du PIB non agricole.

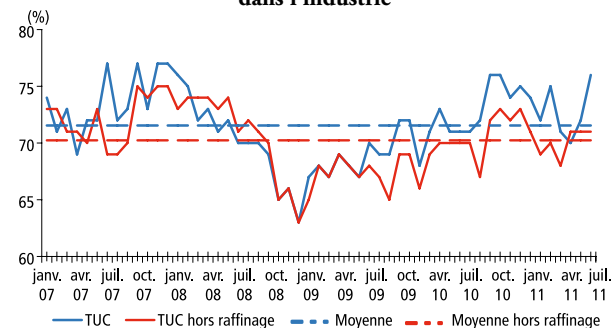
Parallèlement, les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture de BAM révèlent une augmentation du coût unitaire de production au deuxième trimestre, avec un solde d'opinion de 31%, en baisse de 9 points de pourcentage d'un trimestre à l'autre. Selon les industriels, cette évolution est attribuable au renchérissement des matières premières non énergétiques et au niveau des salaires avec des soldes d'opinion respectifs de 37% et de 27%. Ces deux facteurs ont constitué les principales sources d'augmentation du coût unitaire de production dans l'ensemble des branches, à l'exception des industries mécaniques et métallurgiques pour lesquelles les coûts financiers et ceux des matières premières hors énergie ont été identifiés comme étant les deux principaux facteurs explicatifs.

## 2.2 Tensions sur le marché du travail

Au terme du deuxième trimestre 2011, la population active âgée de 15 ans et plus a atteint 11,61 millions de personnes, en repli de 0,2% comparativement à la même période de l'année précédente. Cette situation reflète une hausse de 0,4% en milieu urbain et un recul de 0,8% en milieu rural. En conséquence, le taux d'activité a baissé de 0,9%, s'établissant à 49,6%, suite au repli du taux d'activité urbain de 43,9% à 43,2% et de 60,1% à 59,2% dans les zones rurales.

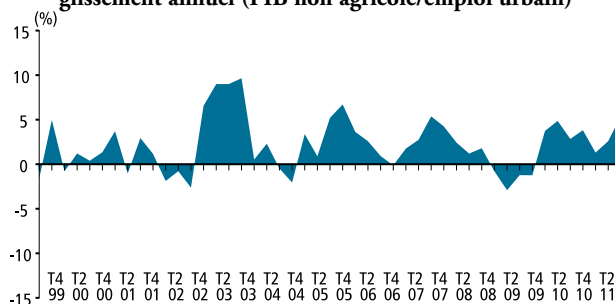
<sup>1</sup> Calculé sur la base des PIB des 5 premiers pays partenaires économiques du Maroc pondérés par leurs poids respectifs dans les exportations totales du Maroc.

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



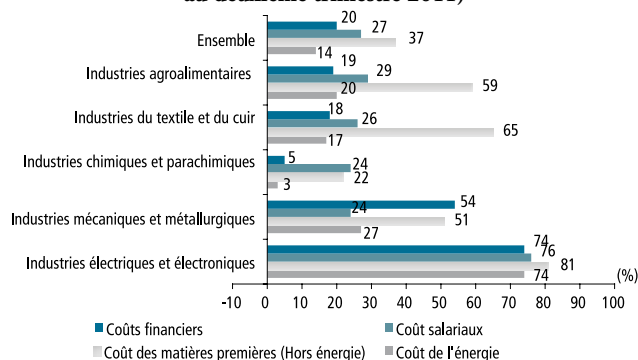
Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

**Graphique 2.4 : Productivité apparente du travail, en glissement annuel (PIB non agricole/emploi urbain)**



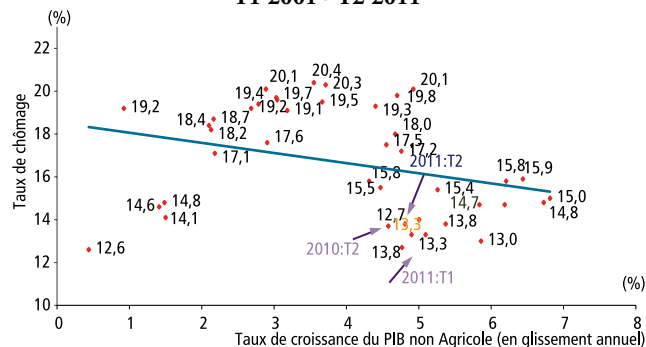
Sources : HCP et estimations BAM

**Graphique 2.5 : Evolution des composantes du coût unitaire de production par secteur (soldes d'opinion en % au deuxième trimestre 2011)**



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

**Graphique 2.6 : Croissance non agricole et chômage urbain, T1 2001 - T2 2011**



Source : HCP



En regard, la population active âgée occupée a enregistré une contraction de 0,8% à 10,6 millions d'individus au deuxième trimestre 2011. De même, le taux d'emploi a baissé de 1,2% pour se situer à 45,2%, en liaison avec le recul du taux d'emploi de 1,1 point de pourcentage aussi bien dans les zones urbaines que rurales.

Le marché de l'emploi a connu une perte nette de 84.000 postes d'emploi, dont 69% en zones rurales et 31% dans le milieu urbain. Cette évolution recouvre une perte de 23.000 postes rémunérés et de 90.000 postes non rémunérés.

Au plan sectoriel, seul le secteur des services a enregistré une création nette de 125.000 postes d'emploi, les secteurs de l'agriculture, de l'industrie, y compris l'artisanat, et du BTP ayant enregistré des pertes nettes d'emplois pour un total de 214.000 postes.

Dans ces conditions, le taux de chômage a augmenté de 0,5 point de pourcentage à 8,7% en comparaison avec la même période de 2010. Cette hausse tient à l'accroissement du taux de chômage aussi bien en milieu urbain qu'en milieu rural passant respectivement à 13,5% et 3,6%. L'augmentation a concerné essentiellement la tranche d'âge 15-24 ans et celle de 25-34 ans en milieu urbain, dont le taux a progressé de 2,4 points de pourcentage pour les deux tranches d'âge.

S'agissant des données disponibles sur les coûts salariaux pour le deuxième trimestre 2011, elles indiquent que le coût unitaire du travail (CUT) du secteur manufacturier a enregistré une légère baisse de 0,2% en glissement annuel. En comparaison internationale, le CUT national a régressé à un rythme moins rapide que celui de la Slovaquie, de la Pologne et de la Hongrie, soit respectivement un écart de 5,4%, de 4,2% et de 1,9%. Il a par contre évolué plus favorablement que ceux du Canada, de la France et de la Belgique.

**Tableau 2.1 : Indicateurs trimestriels d'activités et de chômage par milieu de résidence, glissement annuel<sup>(1)</sup>**

En millions/en %	T2 - 2010			T2 - 2011		
	Urbain	Rural	Ens.	Urbain	Rural	Ens.
<b>Population active et emploi</b>						
Population active <sup>(2)</sup>	6,03	5,60	11,63	6,06	5,56	11,61
Taux d'activité (en%) <sup>(3)</sup>	43,90	60,10	50,50	43,20	59,20	49,6
Population active occupée	5,27	5,410	10,68	5,24	5,36	10,60
Taux d'emploi (en%) <sup>(4)</sup>	38,40	58,10	46,40	37,30	57,00	45,20
<b>Chômage</b>						
Population active en chômage	763,00	186,00	949,00	816,00	199,00	1015
Taux de chômage (en%) <sup>(5)</sup>	12,70	3,30	8,20	13,50	3,60	8,70
Selon l'âge						
. 15 - 24 ans	31,00	7,00	16,30	33,40	8,10	17,40
. 25 - 34 ans	17,10	3,80	11,40	19,50	3,70	12,80
. 35 - 44 ans	6,90	1,40	4,70	7,40	1,70	5,10
Selon le diplôme						
. Sans diplôme	7,20	2,10	3,90	7,20	2,30	4,10
. Ayant un diplôme	16,90	9,70	15,40	18,20	9,50	16,20

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

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

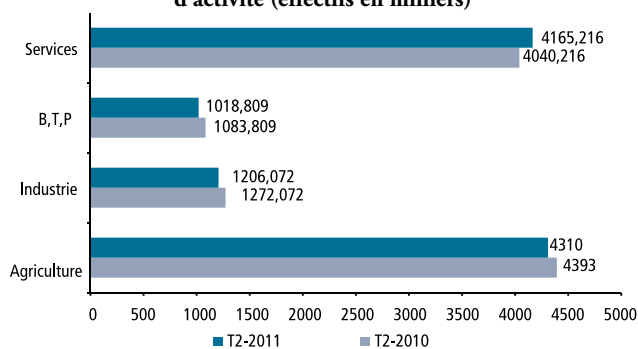
(3) Population active / Population totale

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

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

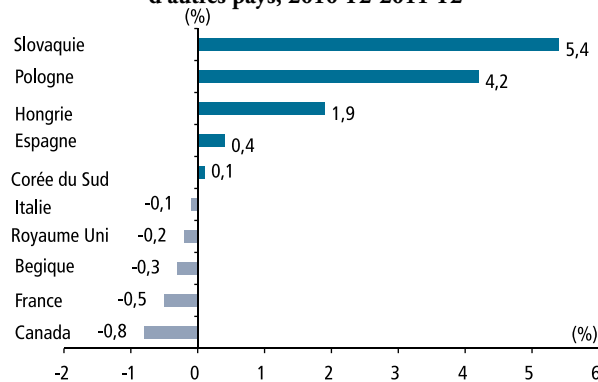
Source : HCP

**Graphique 2.7 : Effectif employé selon les secteurs d'activité (effectifs en milliers)**



Source : HCP

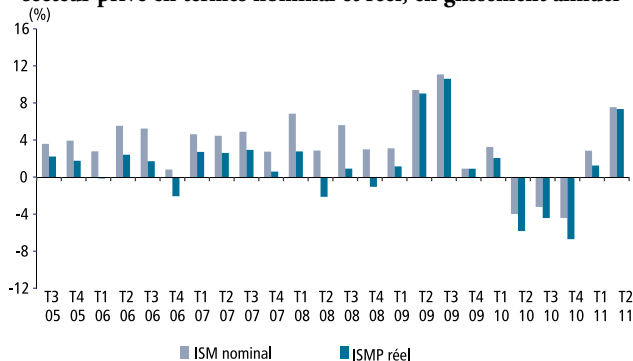
**Graphique 2.8: Variation (%) des coûts unitaires de la main-d'oeuvre du secteur manufacturier marocain par rapport à d'autres pays, 2010 T2-2011 T2**



Sources : Datastream et calculs BAM

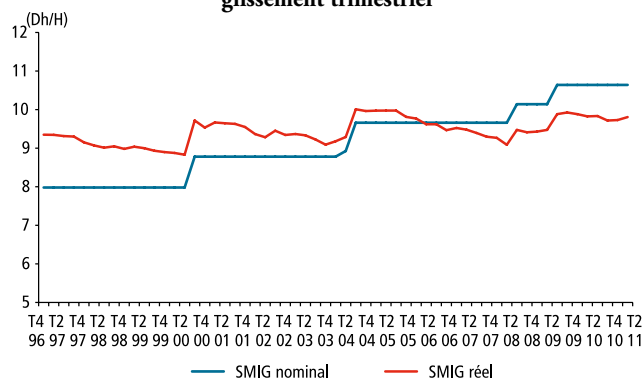
Concernant l'indice des salaires moyens trimestriels calculé par le HCP sur la base des données de la CNSS, il fait ressortir une hausse de 7,5% et 7,3% au deuxième trimestre 2011 en glissement annuel respectivement en termes nominaux et réels. Parallèlement, les résultats de l'enquête de conjoncture de BAM dans l'industrie indiquent une progression des coûts salariaux au cours du deuxième trimestre 2011 avec un solde d'opinion positif de 27%, et ce principalement dans les industries électriques et électroniques et les industries agroalimentaires. Pour sa part, le SMIG est resté stable en terme nominal et a légèrement augmenté en terme réel.

**Graphique 2.9 : Variation de l'indice des salaires moyen dans le secteur privé en termes nominal et réel, en glissement annuel**



Sources : CNSS et estimations BAM

**Graphique 2.10 : SMIG en termes nominal et réel, en glissement trimestriel**



Sources : Ministère de l'emploi et calculs BAM



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

L'environnement international a été marqué au cours des deux premiers mois du troisième trimestre 2011, par l'accentuation des tensions sur les marchés financiers en liaison essentiellement avec la dégradation des indicateurs de l'activité économique au deuxième trimestre et les difficultés engendrées par la crise de dettes souveraines en Italie, en Espagne puis aux Etats-Unis. L'augmentation des incertitudes s'est matérialisée par une aversion au risque au niveau des marchés monétaires et boursiers et, dans une moindre mesure, les marchés obligataires. Ainsi, les marchés monétaires ont connu de nouvelles tensions, les taux interbancaires ayant enregistré une hausse aussi bien aux Etats-Unis que dans la zone euro. Les taux de rendement obligataire souverain ont, quant à eux, légèrement baissé tout en restant à des niveaux élevés, tandis que les principaux indices boursiers des pays avancés et, dans une moindre mesure, ceux des pays émergents ont accusé une forte baisse. Ces turbulences combinées à la détérioration des perspectives économiques, ont également impacté le crédit au secteur privé, dont la progression s'est affaiblie aussi bien dans la zone euro qu'aux Etats-Unis. S'agissant de l'activité économique, la croissance dans la plupart des économies avancées a enregistré un net ralentissement, tel que cela ressort des résultats des comptes nationaux du deuxième trimestre 2011, ainsi qu'à travers les derniers indicateurs de haute fréquence. Dans les pays émergents et en développement, la croissance se poursuit à un rythme vigoureux avec, toutefois, des signes de ralentissement de l'activité dans certains pays d'Asie, en particulier en Chine et en Inde. Par ailleurs, le marché du travail dans les économies avancées reste caractérisé par des niveaux de chômage élevés qui, au regard des évolutions conjoncturelles actuelles, devraient persister. Plus globalement, les derniers développements économiques et financiers augmentent les risques quant à la consolidation de la reprise. S'agissant des prix des matières premières, ils ont dans l'ensemble enregistré une baisse en août, en liaison avec la dégradation des perspectives de croissance de l'économie mondiale. Par ailleurs, la hausse antérieure des prix des matières premières s'est traduite par une poursuite de l'accélération de l'inflation dans les pays émergents en juillet, alors qu'elle s'est maintenue à des niveaux assez modérés dans les pays avancés. Au total, ces évolutions qui laissent indiquer un reflux des tensions inflationnistes d'origine externe pour l'économie marocaine pour les prochains mois, font aussi apparaître de nouveaux risques quant à la solidité de la demande adressée au Maroc.

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

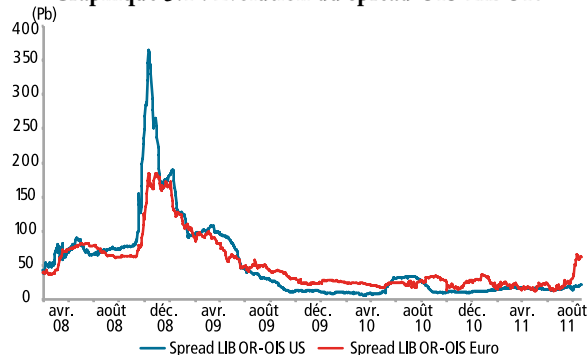
Les tensions se sont de nouveau accentuées sur les marchés financiers au cours du troisième trimestre 2011, en liaison avec les risques de contagion de la crise des dettes souveraines et la dégradation des perspectives de l'économie mondiale. Quant à l'activité économique, les données de la croissance relatives au deuxième trimestre 2011 indiquent un net ralentissement dans les pays avancés et une modération dans les pays émergents et en développement. Cette évolution s'accompagne de la persistance de niveaux élevés de taux de chômage dans les pays avancés.

##### 3.1.1 Conditions financières

Entre juillet et août 2011, les niveaux atteints aussi bien par l'Euribor que par le spread Libor-OIS<sup>1</sup> sont similaires à ceux enregistrés en 2009. Ainsi, en dépit de l'abondance des liquidités

<sup>1</sup> Le spread Libor-OIS traduit un risque de taux et correspond à l'écart entre le taux interbancaire à trois mois (LIBOR Eurodollar) et le taux des swaps au jour le jour indiciels (OIS) de même échéance.

Graphique 3.1 : Evolution du spread OIS-LIBOR<sup>1</sup>



Source : Datastream

<sup>1</sup> Le TED spread représente un risque de crédit et correspond à l'écart de taux d'intérêt entre les titres courts émis par le Trésor américain (trois mois) et les prêts interbancaires à 90 jours en dollars américains.

injectées par la BCE, le taux Euribor à 3 mois n'a que légèrement diminué, passant de 1,6% à 1,56% entre juillet et août 2011, tandis que le spread Libor-OIS euro a fortement augmenté atteignant 53 points de base en août, contre 22,6 points un mois auparavant, avec un maximum de 62 points le 19 août 2011. Pour sa part, le Libor à 3 mois a augmenté pour s'établir à 0,28% au lieu de 0,25% et le spread Libor-OIS dollar s'est accru pour atteindre 18,8 points de base contre 16,7 points.

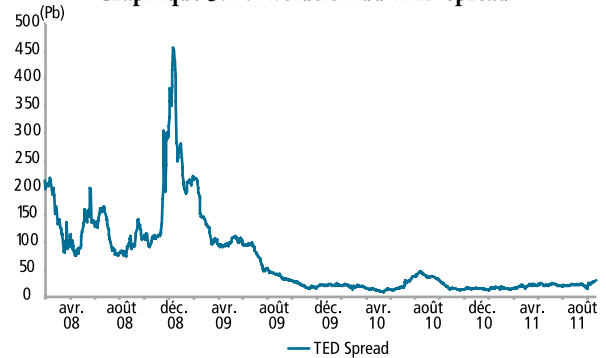
Ces signes de détérioration, combinés à ceux des projections de croissance dans les principaux pays avancés, impactent de plus en plus le crédit au secteur privé. Celui-ci a stagné dans la zone euro et a enregistré une faible hausse de 0,6% aux Etats-Unis, en juillet 2011, en glissement mensuel. En glissement annuel, le rythme de progression du crédit s'est limité dans la zone euro à 2,4% en juillet, contre 2,5% en juin, et aux Etats-Unis à 0,1% contre 0%.

Par ailleurs, les indices boursiers ont de nouveau diminué en août 2011, connaissant même des chutes importantes sur plusieurs séances, notamment après la dégradation de la notation américaine de la dette souveraine par Standard & Poor's. En effet, après les baisses enregistrées en juillet, le DAX a accusé une baisse de 17%, le CAC40 de 15,5%, le FTSE et le Dow Jones Industriels de 10% chacun et le NIKKEI de 8,1%. De même, les indices boursiers des pays émergents ont poursuivi le mouvement baissier enregistré à fin juillet, le repli du MSCI EM<sup>1</sup> s'étant établi en moyenne à 10,6% en août. Par ailleurs, l'indice VIX<sup>2</sup>, s'est élevé en moyenne à 35,1 points de base, en août, au lieu de 19,1 points un mois auparavant, ce qui atteste de la forte volatilité et du manque de confiance des investisseurs.

1 L'indice boursier MSCI EM est un indice boursier composite mesurant la performance des marchés d'actions des pays d'Europe Centrale, du Moyen Orient et d'Afrique (République Tchèque, Hongrie, Pologne, Russie, Turquie, Israël, Jordanie, Egypte, Maroc et Afrique du Sud).

2 Le VIX ou le « Chicago Board Options Exchange Volatility Index » est un indicateur de volatilité du marché financier américain. Il est établi quotidiennement par le Chicago Board Options Exchange (CBOE). Cet indice est calculé en faisant la moyenne des volatilités sur les options d'achat (call) et les options de vente (put) sur l'indice Standard & Poor's 500 (S&P 500). Plus la valeur de cet indice est forte, plus les marchés ont une nervosité élevée et donc un pessimisme élevé. Une faible valeur, à l'inverse, indique un relatif optimisme sur le marché financier américain. La variation de cet indice est plus importante que sa valeur elle-même.

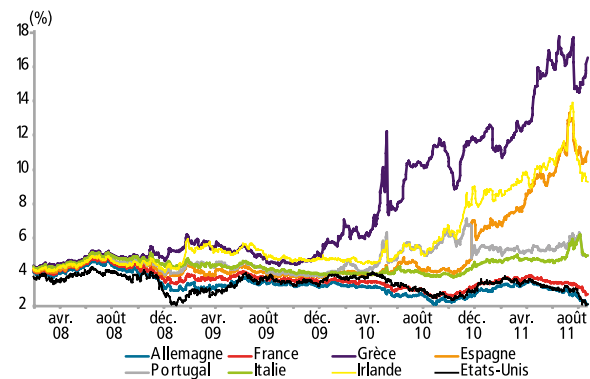
Graphique 3.2 : Evolution du TED spread\*



Source : Datastream

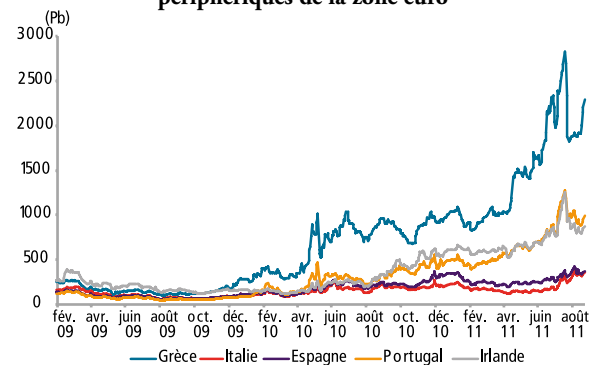
\* Le TED spread représente un risque de crédit et correspond à l'écart de taux d'intérêt entre les titres courts émis par le Trésor américain (trois mois) et les prêts interbancaires à 90 jours en dollars américains.

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



Source : Datastream

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



Source : Datastream

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

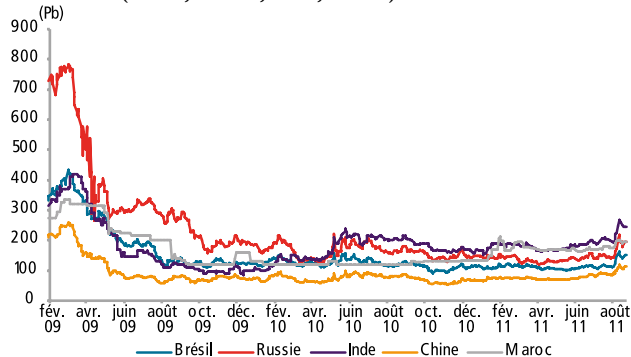
Au niveau des marchés obligataires, la baisse observée durant la fin du mois de juillet s'est poursuivie en août 2011, notamment dans les pays périphériques de la zone euro. Cependant, les niveaux des taux de rendement restent très élevés par rapport au début de l'année. Cette baisse s'explique principalement par la réactivation du programme de rachat de titres d'Etat (ou Securities Market Program (SMP)) par la Banque Centrale Européenne, afin de limiter les risques de contagion de la crise de la dette au niveau de la zone euro. Depuis le lancement du SMP en mai 2010, le montant des titres rachetés a totalisé 110,5 milliards d'euros et les derniers rachats effectués par la BCE auraient concerné principalement les dettes espagnole et italienne. Ainsi, les taux de rendement moyen des obligations souveraines à 10 ans sont revenus entre juillet et août de 12,2% à 9,8% pour l'Irlande, de 5,5% à 5,4% pour l'Italie et de 5,8% à 5,4% pour le Portugal. Ceux de l'Espagne et de la Grèce sont passés, respectivement, de 12% à 10,7% et de 16,2% à 15,2%, mais ont terminé le mois d'août en légère hausse pour s'établir à 11,1% et 16,5%.

Dans ce contexte, après avoir atteint des pics à la veille de la mise en place du deuxième plan d'aide à la Grèce le 21 juillet 2011, les CDS des pays périphériques ont légèrement baissé en août 2011, sauf ceux de l'Espagne et de l'Italie qui se sont inscrits en hausse.

Concernant les taux servis sur les titres souverains à 10 ans de la France, ainsi que ceux du Bund Allemand de même échéance, ils se sont repliés respectivement de 3,3% à 2,9% et de 2,7% à 2,3%, de juillet à août 2011.

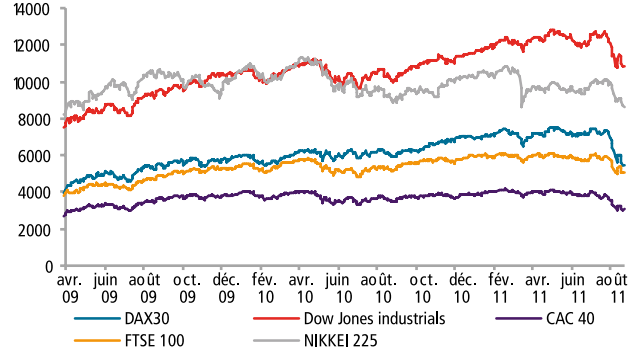
Au niveau du marché obligataire américain, le taux de rendement des bons du Trésor américains s'est détendu de 40 points de base, passant de 2,7% à 2,3%. Ce mouvement s'explique notamment par la dernière décision de la FED et par l'exacerbation des craintes quant à une éventuelle rechute de l'économie américaine.

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



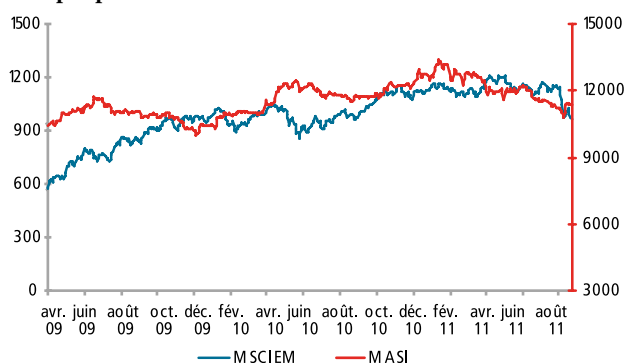
Source : Datastream

Graphique 3.6 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



Source : Datastream

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



Source : Datastream

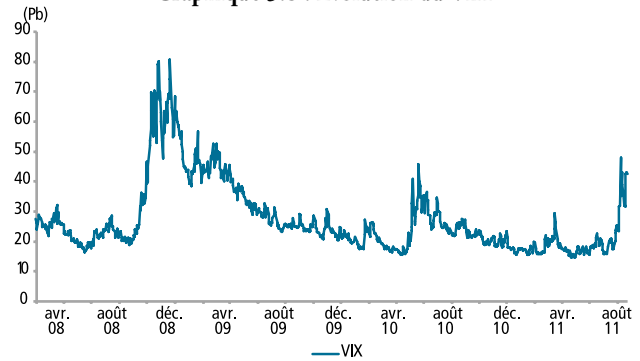
Sur les marchés de change, à l'instar du mois précédent, l'euro s'est en moyenne déprécié en août de 0,5% par rapport au dollar, pour s'établir à 1,42 dollar pour un euro, avec un plus bas niveau de 1,41 dollar, le 4 août 2011. Toutefois, à partir de la deuxième quinzaine du mois d'août l'euro s'est quelque peu redressé pour s'établir à 1,44 dollar à fin août, contre 1,42 au début du même mois. Par rapport aux autres devises, la monnaie unique s'est dépréciée de 1,3% vis-à-vis de la livre sterling et de 2,8% contre le yen japonais.

Concernant les dernières décisions de politique monétaire, la FED a annoncé le maintien de son taux directeur entre 0% et 0,25%, jusqu'à la mi-2013, tout en indiquant qu'elle est prête à recourir, au moment opportun, à une série de mesures pour favoriser une relance économique forte et durable dans un contexte de stabilité des prix. De même, la Banque Centrale Européenne et la Banque d'Angleterre ont gardé leurs taux directeurs inchangés à 1,5% et 0,5%, respectivement.

### 3.1.2 Activité économique dans le monde

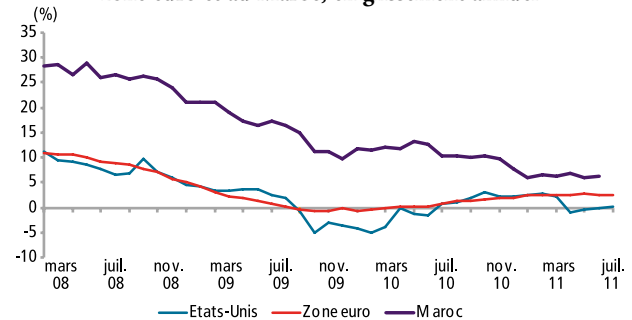
La croissance en glissement annuel a ralenti de 2,2% à 1,5% aux Etats-Unis entre le premier et le deuxième trimestre 2011, impactée par la décélération du rythme de progression de la consommation des ménages et des exportations. Dans la zone euro, la croissance est revenue à 1,7% en glissement annuel au deuxième trimestre, après 2,5% au premier trimestre, reflétant les moindres performances de l'Allemagne et de la France, dont les PIB respectifs ont augmenté de 1,6% 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 à 0,8% et 0,7%, après 1% et 0,9% respectivement au trimestre précédent. Quant à l'économie japonaise, elle est techniquement entrée en récession avec un recul du PIB pour le troisième trimestre consécutif, suite aux effets prolongés du séisme de mars dernier. En glissement annuel, la croissance japonaise est ainsi ressortie à -0,9%

Graphique 3.8 : Evolution du VIX



Source : Datastream

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



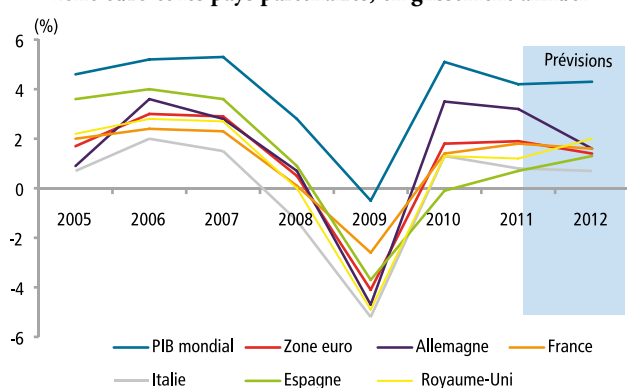
Source : Datastream

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

	2009		2010			2011	
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Etats-Unis	0,2	2,2	3,3	3,5	3,1	2,2	1,5
Zone euro	-2,1	0,9	2,0	2,0	2,0	2,5	1,7
France	-0,7	1,1	1,5	1,6	1,4	2,1	1,6
Allemagne	-2,0	2,1	3,9	3,9	4,0	4,6	2,8
Italie	-3,0	0,6	1,5	1,4	1,5	1,0	0,8
Espagne	-3,0	-1,4	0,0	0,2	0,6	0,9	0,7
Chine	11,3	11,9	10,3	9,6	9,8	9,7	9,5

Source : Eurostat

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



Source : FMI

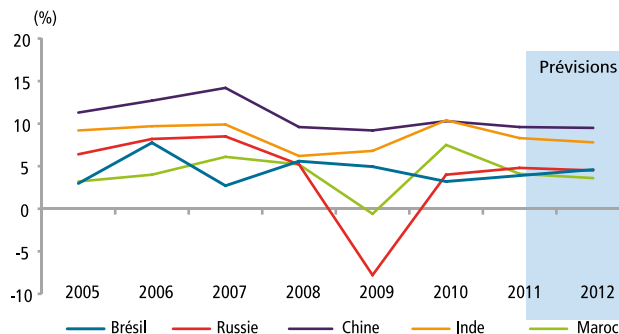
au deuxième trimestre après -0,7% au premier trimestre.

Au niveau des pays émergents d'Asie, et à la faveur du dynamisme soutenu des investissements et des exportations, la croissance économique est restée vigoureuse, avec toutefois un léger ralentissement en Chine de 9,7% à 9,5% et en Inde de 7,8% à 7,7% entre le premier et le second trimestre.

Le mouvement de ralentissement de l'activité économique ne devrait pas s'inverser au troisième trimestre, au regard des évolutions récentes des indicateurs à haute fréquence. En effet, aux Etats-Unis, l'ISM manufacturier a atteint 50,6 points en août, enregistrant un repli de 0,6% d'un mois à l'autre, et de 8,3% en glissement annuel. En revanche, l'indice de confiance du consommateur (du Conference Board) a atteint 55,7 en août au lieu de 59,5 points en juillet, en baisse de 6,4% d'un mois à l'autre et de 4,7% en glissement annuel. Dans la zone euro, l'indice PMI manufacturier a baissé en août 2011 de 50,4 à 49,7 points, ressortant en recul de 9,8% en glissement annuel. L'indice PMI composite, est pour sa part resté stable à 51,1 points en août d'un mois à l'autre, et demeure en baisse de 9,1% en glissement annuel. L'indice du climat des affaires dans la zone euro et en particulier en Allemagne, a enregistré une baisse pour s'établir à 108,7 points en août au lieu de 112,9 points le mois précédent. De même, l'indice Zew (sentiment économique) en Allemagne a reculé en août à son plus bas niveau depuis 25 mois, soit -37,6 points après -15,7 points en juillet.

S'agissant des indicateurs coïncidents, la production industrielle aux Etats-Unis a affiché une progression de 0,9% en juillet après 0,2% le mois précédent. En revanche dans la zone euro, elle a accusé un repli de 0,7% en juin après avoir augmenté de 0,2% un mois auparavant. Le ralentissement global de la croissance dans les pays avancés et émergents a sensiblement contribué à la dégradation des perspectives à court terme. Ainsi, selon les dernières

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



Source : FMI

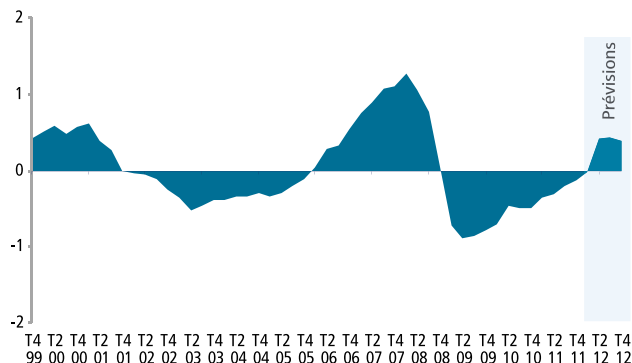
Tableau 3.2 : Perspectives de la croissance dans le monde

	Projections					
	OCDE*		Commission* européenne		FMI*	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012
PIB mondial	-	-	4,0	4,1	4,2	4,3
Etats-Unis	2,6	3,1	2,6	2,7	1,6	2,0
Zone euro	2,0	2,0	1,6	1,8	1,9	1,4
Allemagne	3,4	2,5	2,6	1,9	3,2	1,6
France	2,2	2,1	1,8	2,0	1,8	1,6
Italie	1,1	1,6	1,0	1,3	0,8	0,7
Espagne	0,9	1,6	0,8	1,5	0,7	1,3
Royaume Uni	1,4	1,8	1,7	2,1	1,2	2,0
Chine	9,0	9,2	9,3	9,0	9,6	9,5
Inde	8,5	8,6	8,0	8,2	8,3	7,8
Brésil	4,1	4,5	4,4	4,3	4,1	3,6
Russie	4,9	4,5	4,5	4,2	4,8	4,5

OCDE et Commission européenne : mai 2011, FMI : septembre 2011

Sources : Fonds monétaire international, Commission européenne, OCDE.

Graphique 3.12 : Output-gap des principaux pays partenaires



Sources : Commission européenne et calculs BAM

projections du Fonds Monétaire International, la croissance mondiale a été revue en baisse à 4,2% et 4,3% en 2011 et 2012 par rapport aux perspectives de juin dernier qui tablaient sur des hausses respectives de 4,3% et 4,5%.

Cette baisse est tirée par celle des pays avancés, dont la croissance se limiterait désormais à 1,8% en 2011 et 2,2% en 2012 au lieu de 2,2% et 2,6% prévu auparavant.

La prévision de croissance dans les pays émergents et en développement est restée pour sa part inchangée à 6,6% et 6,4% respectivement en 2011 et 2012.

Par pays, le FMI table sur une hausse respective du PIB aux Etats-Unis de 1,6% et 2% et de 1,9% et 1,4% dans la zone euro.

En Chine, le PIB croîtrait de 9,6% en 2011, et de 9,5% en 2012. En Inde, la croissance atteindrait 8,3% en 2011, avant de revenir à 7,8% en 2012.

S'agissant des principaux pays partenaires du Maroc, le FMI prévoit une croissance de 1,8% et 1,6% pour la France, de 3,2% et 1,6% pour l'Allemagne, de 0,8% et 0,7% pour l'Italie et de 0,7% et 1,3% pour l'Espagne, respectivement en 2011 et 2012.

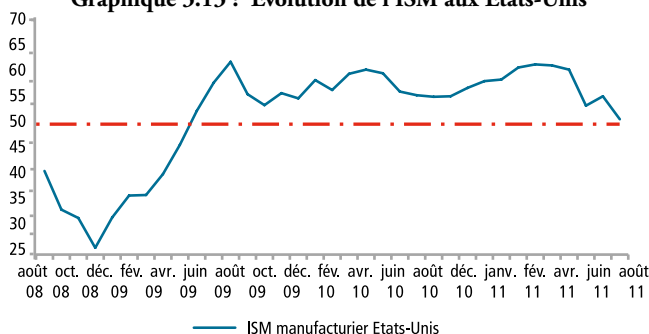
### 3.1.3 Marché de l'emploi

A l'échelle internationale, le marché de l'emploi demeure caractérisé par des niveaux élevés du chômage au niveau des pays avancés.

Il a ainsi légèrement ralenti aux Etats-Unis en juillet 2011, pour atteindre 9,1% après 9,2% en juin. Dans la zone euro, le taux de chômage s'est stabilisé à 9,9% en juin par rapport au mois précédent, avec des taux respectifs de 9,7% en France, de 8% en Italie et de 6,1% en Allemagne et de 21% en Espagne.

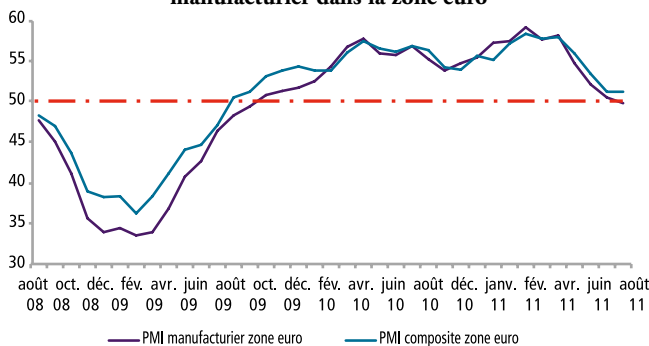
L'Espagne en particulier, continue d'afficher des taux de chômage record, en raison de problèmes structurels de l'emploi, des difficultés

Graphique 3.13 : Evolution de l'ISM aux Etats-Unis



Source : Datastream

Graphique 3.14 : Evolution du PMI composite et manufacturier dans la zone euro



Source : Datastream

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

	2009	2010	M4 2011	M5 2011	M6 2011
Etats-Unis	9,3	9,6	9,0	9,1	9,2
Zone euro*	9,6	10,1	9,9	9,9	9,9
France	9,5	9,8	9,6	9,6	9,7
Italie	7,8	8,4	8,0	8,1	8,0
Allemagne	7,7	7,1	6,2	6,1	6,1
Espagne	18,0	20,1	20,7	20,8	21,0
Royaume-Uni	7,6	7,8	7,7	7,8	n.a

(\*) Indices harmonisés

Source : Eurostat



de son marché immobilier, et de ses politiques de réformes du marché du travail jugées encore insuffisantes.

Par ailleurs, les incertitudes sur les perspectives de croissance à court terme ainsi que les tensions sur les marchés financiers conjuguées aux difficultés budgétaires, pourraient entraver l'amélioration des conditions sur le marché de l'emploi dans les pays avancés. Selon les prévisions de plusieurs organismes internationaux, les taux de chômage devraient rester à des niveaux élevés en 2011 avant d'enregistrer une légère décrue en 2012, sans pour autant revenir à leur niveau d'avant crise.

Selon les dernières projections de septembre du FMI, le taux de chômage aux Etats-Unis atteindrait 8,6% et 7,8% respectivement en 2011 et 2012. De même, dans la zone euro, ce taux serait de 10% et 9,6% respectivement en 2011 et 2012.

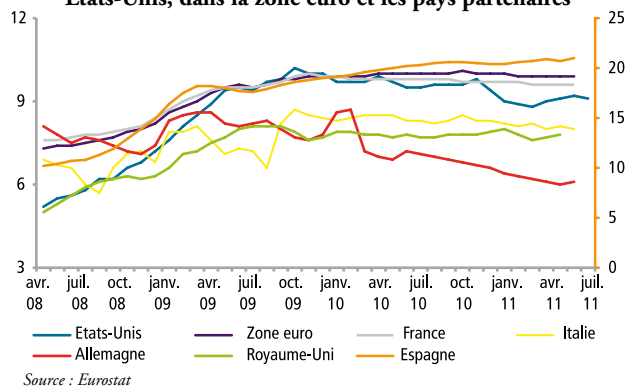
### 3.2 Prix des matières premières et de l'inflation

La dégradation des perspectives de croissance des pays avancés et les perturbations affectant les marchés financiers, ont impacté les prix des matières premières en août. Par ailleurs, l'inflation n'a pas connu des variations significatives au cours du mois de juillet, demeurant à des niveaux modérés dans les pays avancés et assez élevés dans les pays émergents et en développement.

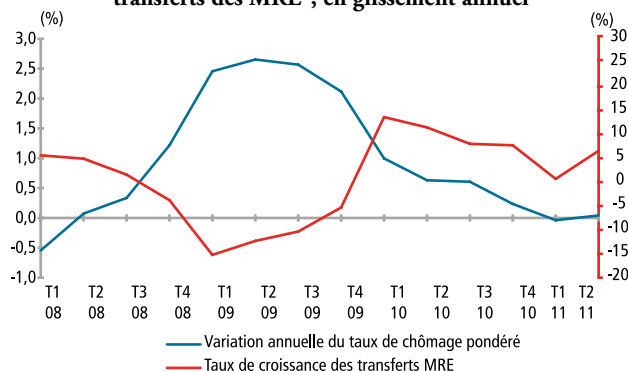
#### 3.2.1 Prix des matières premières énergétiques

Bien qu'en hausse de 48% par rapport à son niveau de la même période de l'année précédente, le prix du Brent a marqué une baisse mensuelle de 6,6% en août à 109,7 dollars le baril, en raison de l'effet conjugué des turbulences sur les marchés financiers, du ralentissement de la demande et de la réduction des incertitudes entourant l'offre.

Graphique 3.15 : Evolution du taux de chômage mensuel aux Etats-Unis, dans la zone euro et les pays partenaires

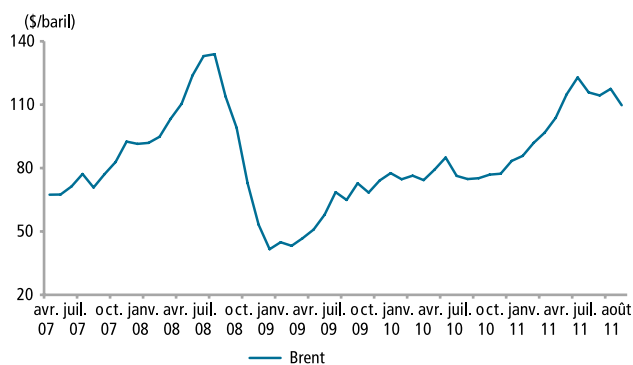


Graphique 3.16 : Evolution du taux de variation du chômage pondéré des pays partenaires et du taux de croissance des transferts des MRE\*, en glissement annuel



\* 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.  
Sources : Datastream, OC et calculs BAM

Graphique 3.17 : Cours mondial du Brent en dollar



Source : Datastream

L'instabilité actuelle de la situation économique s'est traduite par une révision à la baisse de l'OPEP de sa prévision de la demande mondiale du pétrole le 9 août 2011. En effet, l'organisation a estimé que la demande mondiale croîtrait de 1,2 million de baril par jour (mb/j) en 2011 et 1,3 mb/j en 2012. Pour sa part, l'Agence Internationale de l'Energie n'a réduit que marginalement ses prévisions de la demande du pétrole le 10 août, en estimant que la demande du Japon serait assez importante dans les années à venir pour couvrir toute baisse anticipée émanant des autres pays. Ainsi, selon l'agence, la demande augmenterait de 1,37 mb/j et 1,64 mb/j en 2011 et 2012 respectivement.

Concernant les prix, la Banque Mondiale estime que le prix du pétrole devrait enregistrer une hausse annuelle de 35,6 % en 2011 à 107,2 dollars le baril, avant de revenir à 102,1 et 98,7 dollar le baril en 2012 et 2013 respectivement. Par ailleurs, les projections les plus récentes du FMI tablent sur un prix moyen de 106,34 dollars le baril en 2011 et de 109,25 dollars en 2012. Pour leur part, les futures du prix du pétrole s'établissent à 111,75 dollars le baril en 2012 et 110 dollars en 2013.

S'agissant du gaz naturel, le prix a accusé une baisse de 3,5% au cours du mois d'août, en liaison notamment avec la hausse des températures. Quant au prix du charbon, il a enregistré une légère augmentation de 0,6% d'un mois à l'autre en juillet, soit un accroissement annuel de 25%.

### 3.2.2 Prix des matières premières hors énergie

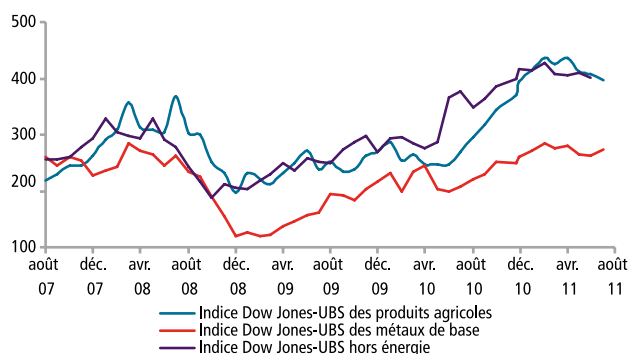
Au niveau des marchés des produits hors énergie, les prix se sont également repliés au cours du mois d'août, tel que cela ressort de la baisse de 2,3% d'un mois à l'autre de l'indice Dow Jones des produits hors énergie, recouvrant une baisse de l'indice Dow Jones UBS des métaux de base de 6,9% et un accroissement des l'indice des prix des produits agricoles de 1,8%. En glissement annuel, les indices des prix ont conservé leur tendance haussière, l'indice

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

	T3:11	T4:11	T1:12	T2:12	2012	2013	2014
Pétrole	110	110	110,5	113,15	111,75	110	111,85

Source : Bloomberg

Graphique 3.18 : Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie (Base 2006=100)



Source : Datastream

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

	T1:11	T2:11	T3:11	T4:11	2011	2012	2013
Blé (cents/bu)	831,00	871,60	912,06	930,26	886,55	883	837,43
Maïs (cents/bu)	682,92	722,48	659,66	613,90	669,15	565,21	516,98
Sucre (11cents/bl)	30,32	26,39	24,30	23,59	26,11	51,65	20,06

Source : Bloomberg



global hors énergie s'étant accru de 2,9%, celui des produits agricoles de 66,1% et celui des métaux de base de 29,6%.

Par produit, les prix du nickel, du cuivre et de l'aluminium ont reculé respectivement de 8,2%, 7% et 5,7%. En revanche, la sécheresse dans les plaines du sud des Etats-Unis s'est traduite par la hausse des prix des produits agricoles, ceux du maïs et du blé s'étant accrus de 17,2% et 8% respectivement, en glissement mensuel.

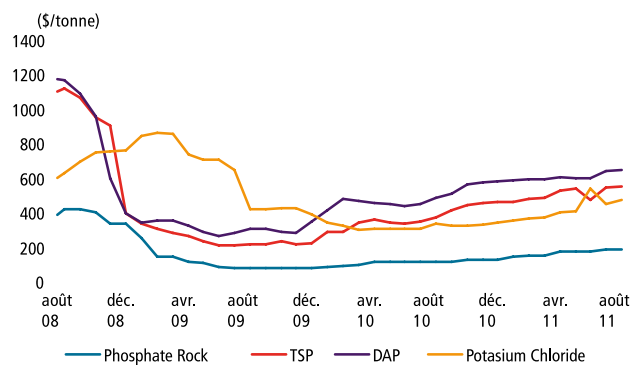
L'accroissement continu des prix des produits alimentaires appuie davantage l'orientation à la hausse des prix du phosphate et dérivés. Ainsi, en août, le prix du phosphate brut s'est stabilisé à 197,5 dollars la tonne, totalisant ainsi une hausse annuelle de 58%. Pour leur part, les prix du TSP et du DAP se sont accrus de 0,9% et 1,3% en glissement mensuel, soit à des rythmes annuels de 47% et 32,9% respectivement. Par ailleurs, les prix du chlorure du potassium et de l'urée ont enregistré des hausses mensuelles de 4,5% et 0,5%, tout en restant supérieurs à leurs niveaux de la même période de l'année précédente de 39,8% et 74,9% respectivement.

### 3.2.3 Inflation dans le monde

Au niveau mondial, l'inflation s'est stabilisée en juillet, atteignant 4,8% pour le deuxième mois consécutif. Cette évolution recouvre une stagnation de l'inflation à 7,4% dans les pays émergents et une légère hausse de 2,9% à 3% dans les pays avancés. Aux Etats-Unis, elle s'est stabilisée à 3,6% pour le troisième mois consécutif, alors que l'inflation sous jacente a poursuivi son accélération, passant de 1,6% à 1,8% en juillet.

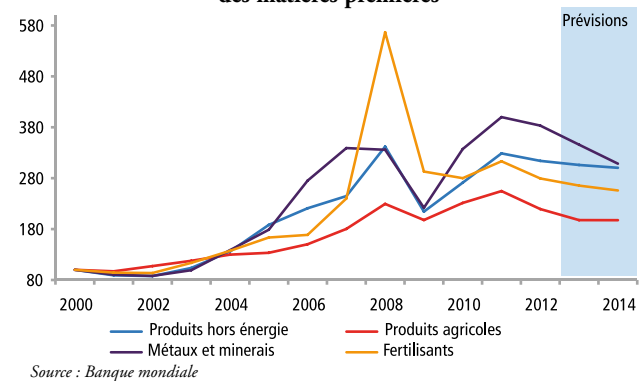
Dans la zone euro, l'inflation s'est inscrite en légère baisse de 2,7% à 2,5% en juillet en raison principalement de la baisse de l'indice des prix hors énergie dont l'évolution en glissement annuel était de 2%, contre 2,2% un mois auparavant. S'agissant des principaux pays partenaires, l'inflation est ressortie en hausse en Allemagne de 2,4% à 2,6%, s'est

Graphique 3.19 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés



Source : Banque mondiale

Graphique 3.20 : Perspectives d'évolution des indices des prix des matières premières



Source : Banque mondiale

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

	juil. 2010	mai 2011	juin 2011	juil. 2011	Prévisions	
					2011	2012
Etats-Unis	1,2	3,6	3,6	3,5	3,0	1,2
Zone euro*	1,7	2,7	2,7	2,5	2,6	1,8
Allemagne	1,2	2,4	2,4	2,6	2,5	1,6
France	1,9	2,2	2,3	2,1	2,2	1,7
Espagne	1,8	3,4	3,0	3,0	3,0	1,7
Italie	1,8	3,0	3,0	2,1	2,6	1,9
Japon	0,8	0,3	0,2	n.a	-0,4	-0,4
Chine	3,3	5,5	6,4	6,5	4,7	3,3

(\*) Indices harmonisés  
Sources : FMI, Eurostat

stabilisée en Espagne à 3%, alors qu'en France et en Italie, elle a enregistré une baisse, passant respectivement de 2,3% à 2,1% et de 3% à 2,1%. Par ailleurs, la dernière prévision de la commission européenne révèle une stabilisation de l'inflation de la zone euro à 2,5% en août.

Concernant les pays émergents et en développement, l'inflation s'est maintenue à des niveaux très élevés en juillet. Elle a ainsi poursuivi son accélération en Chine, atteignant 6,5%, soit son plus haut niveau depuis 2008, soutenu principalement par le renchérissement des produits alimentaires et le maintien des pressions de la demande. De même, l'inflation s'est accrue au Brésil à 6,6% en juillet, contre 6,4% un mois auparavant.

Par ailleurs, les perspectives à court terme du FMI prévoient un ralentissement de l'inflation, particulièrement en 2012, la hausse des prix devant s'établir à respectivement à 1,2% 1,8% et 3,3% aux Etats-Unis, en zone euro et en Chine.

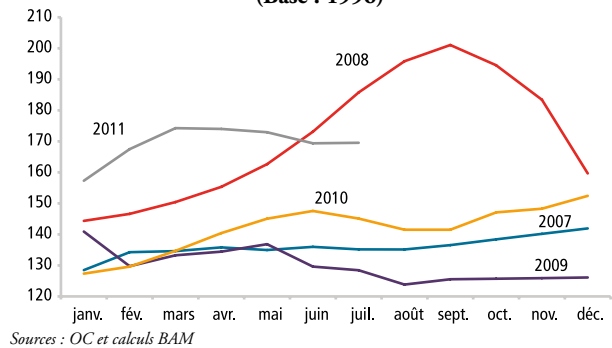
### 3.3 Indice des valeurs unitaires à l'importation du Maroc

Selon les dernières données disponibles, l'indice des prix à l'importation (IPM) hors énergie a enregistré une légère hausse mensuelle de 0,1% en juillet 2011, au lieu d'une baisse de 2,1% observée au mois de juin. Ainsi, l'IPM des produits miniers a augmenté de 0,8% d'un mois à l'autre, contre une stabilité un mois auparavant, sous l'effet notamment de l'accroissement de 0,9% du prix unitaire moyen à l'importation du soufre brut.

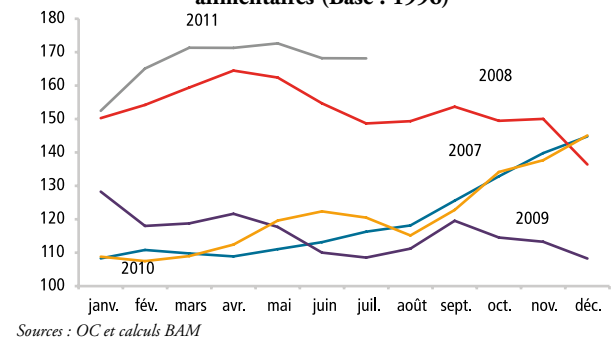
De même, l'IPM des demi-produits a s'est accru de 0,3%, au lieu d'un repli de près de 4% le mois précédent, en liaison pour l'essentiel avec la progression de 0,5% du prix unitaire moyen à l'import des matières plastiques.

Dans le même temps, l'IPM des produits alimentaires a affiché un léger recul de 0,03%,

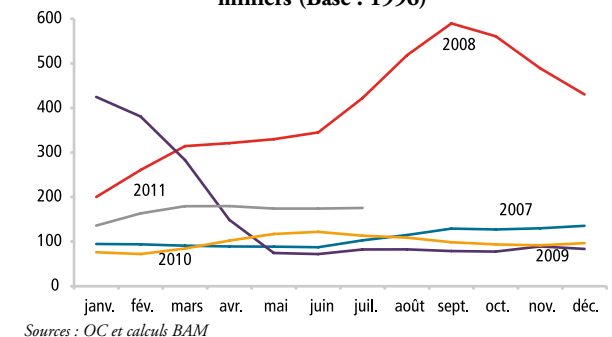
**Graphique 3.21 : Indice des prix à l'import hors énergie (Base : 1996)**



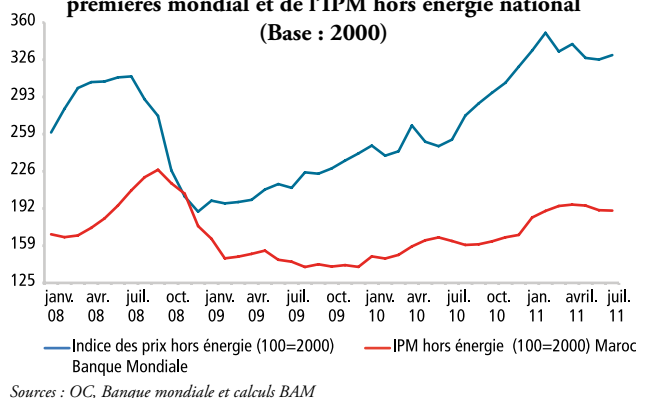
**Graphique 3.22 : Indice des prix à l'import des produits alimentaires (Base : 1996)**



**Graphique 3.23 : Indice des prix à l'import des produits miniers (Base : 1996)**



**Graphique 3.24 : Evolution de l'indice des prix des matières premières mondial et de l'IPM hors énergie national (Base : 2000)**



au lieu d'une baisse de 2,6% en juin. Cette évolution s'explique essentiellement par le repli de 0,1% du prix unitaire moyen à l'importation du blé.

En glissement annuel, l'IPM hors énergie a enregistré un accroissement de 16,8% en juillet, contre celui de 13% un an auparavant. De son côté, l'IPM des produits miniers a progressé de 55%, en relation principalement avec l'expansion sensible du prix unitaire à l'importation du soufre, atténuée par une baisse de 5,4% de celui du fer et acier. Pour sa part, l'IPM des produits alimentaires a enregistré une hausse de 39,5%, attribuable notamment à l'augmentation de 45,8% du prix unitaire à l'importation du blé ainsi qu'à celle de 38,3% de celui du maïs. Parallèlement, l'IPM des demi-produits a enregistré un accroissement de 7,2%, consécutivement à celui de 8,6% du prix unitaire à l'importation des matières plastiques.

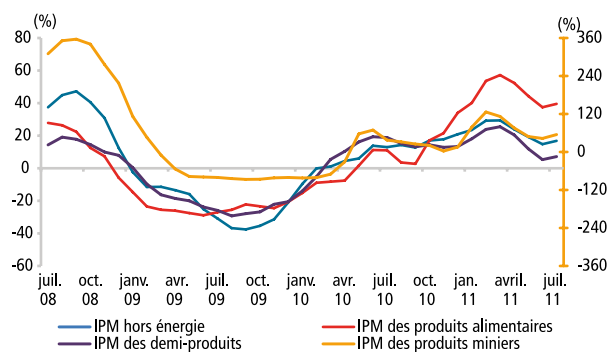
L'ensemble de ces éléments témoignent de la baisse des tensions inflationnistes émanant des matières premières. Les perspectives d'évolution des prix de ces dernières demeurent, toutefois, entourées d'incertitudes.

Tableau 3. 7 : Evolution de l'IPM

	Variation mensuelle			Variation annuelle		
	en %			en %		
	mai 11	juin 11	juil. 11	mai 11	juin 11	juil. 11
IPM hors énergie	-0,6	-2,1	0,10	19,2	14,8	16,8
IPM alimentaires	0,8	-2,6	-0,03	44,3	37,5	39,5
IPM demi-produits	-1,0	-4,0	0,30	11,9	5,3	7,2
IPM miniers	-3,1	0,0	0,80	48,7	42,8	55,0

\* Les indices calculés sur la base des prix unitaires exprimés en dirhams.

Graphique 3.25 : Evolution des IPM, en glissement annuel



Sources : OC et calculs BAM

## 4. CONDITIONS MONÉTAIRES ET PRIX DES ACTIFS

Les données les plus récentes relatives au mois de juillet 2011 indiquent une légère progression des taux de croissance annuels des agrégats de monnaie et de crédit et une poursuite de l'atténuation de l'écart monétaire. En effet, après une quasi-stabilité autour de 4,2% durant les deux premiers trimestres de l'année, le rythme annuel de croissance de l'agrégat M3 s'est élevé à 4,7%, reflétant principalement la poursuite du renforcement progressif des dépôts et des placements à vue, ainsi que de ceux à terme auprès des banques. Pour sa part, le taux d'accroissement du crédit s'est établi à 7,1% en glissement annuel, après 6,5% en moyenne le trimestre précédent, tiré principalement par la poursuite de l'expansion des facilités de trésorerie. S'agissant des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le deuxième trimestre 2011 font ressortir une augmentation de 7 points de base du taux moyen pondéré, traduisant principalement la hausse des taux appliqués aux prêts immobiliers et aux facilités de trésorerie. Concernant le taux de change effectif du dirham, il s'est légèrement déprécié d'un trimestre à l'autre en termes nominaux, tandis qu'en termes réels la dépréciation de la monnaie nationale est plus importante, en raison d'un taux d'inflation au Maroc inférieur à celui des principaux pays partenaires et concurrents. Quant à l'indice des prix des actifs immobiliers, il a accusé une baisse trimestrielle de 1,6%, après une augmentation de 2,1% un trimestre auparavant, alors qu'en glissement annuel, il s'est accru de 1,9%, après 4,8% le trimestre précédent.

Globalement, les évolutions récentes des conditions monétaires et des prix des actifs, notamment immobiliers, indiquent l'absence de pressions inflationnistes à moyen terme.

### 4.1 Conditions monétaires

#### 4.1.1 Taux d'intérêt

Dans un contexte, caractérisé par une prévision centrale en ligne avec l'objectif de stabilité des prix et une légère orientation à la hausse de la balance des risques entourant cette prévision, le Conseil de Bank Al-Maghrib a décidé, lors de sa dernière réunion du 14 juin 2011, de maintenir le taux directeur inchangé à 3,25%. Dans ces conditions, le taux au jour le jour sur le marché interbancaire s'est établi à 3,28% en moyenne entre juillet et août 2011, soit une quasi-stabilité par rapport au deuxième trimestre.

Parallèlement, les taux des bons du Trésor à court, à moyen et à long termes, émis sur le marché primaire, sont restés quasiment stables en juillet 2011 et ce, après avoir globalement accusé de très légères baisses au terme du deuxième trimestre. Le même profil d'évolution a été observé au niveau du marché secondaire, aussi bien pour les rendements à court terme que pour ceux assortissant les bons à moyen et à long termes.

Graphique 4.1 : Evolution du taux interbancaire (données quotidiennes)

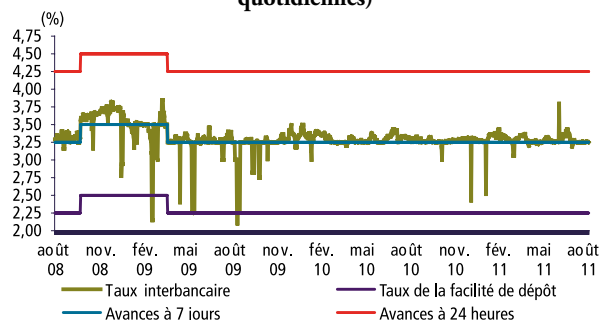


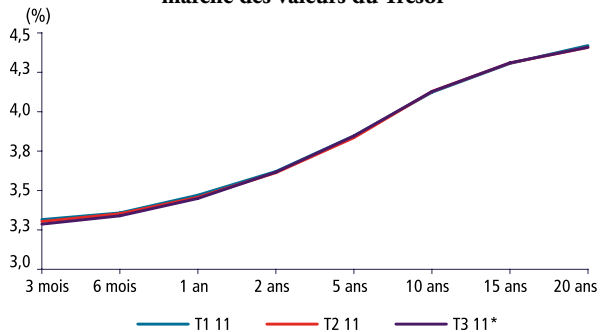
Tableau 4.1 : Evolution des taux de rendement des bons du Trésor sur le marché primaire

	2010				2011		juil. 2011
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	
13 semaines	3,44	3,39	-	3,29	3,31	3,30	3,30
26 semaines	3,56	3,45	3,41	3,33	-	-	-
52 semaines	3,62	3,55	3,49	3,48	3,46	3,45	-
2 ans	3,73	3,69	3,68	3,62	3,63	3,61	3,61
5 ans	3,95	3,90	3,90	3,85	3,85	3,84	3,85
10 ans	4,20	4,19	4,17	4,15	4,13	4,12	-
15 ans	4,32	4,35	-	4,34	4,32	4,33	4,34

Concernant les taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois est passé au même niveau observé au premier trimestre, s'établissant à 3,60%, soit une hausse de 5 points de base entre le deuxième trimestre et juillet 2011. Cette évolution reflète l'augmentation aussi bien des taux sur les dépôts à 6 que ceux à 12 mois.

S'agissant des conditions débitrices, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le deuxième trimestre 2011, montrent une progression de 7 points de base du taux moyen pondéré du crédit bancaire, s'établissant ainsi à 6,19%. Cette évolution reflète principalement le redressement des taux appliqués aux prêts immobiliers et aux facilités de trésorerie. En revanche, les taux assortissant

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



L'observation du troisième trimestre 2011 correspond à la moyenne quotidienne arithmétique des données du 1<sup>er</sup> juillet au 29 août 2011.

Tableau 4.2 : Taux créditeurs (placements à terme)

	2010				2011		
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	juil.2011
6 mois	3,28	3,32	3,32	3,33	3,28	3,34	3,38
12 mois	3,65	3,64	3,71	3,77	3,79	3,72	3,77
Moyenne pondérée	3,48	3,48	3,59	3,60	3,60	3,55	3,60

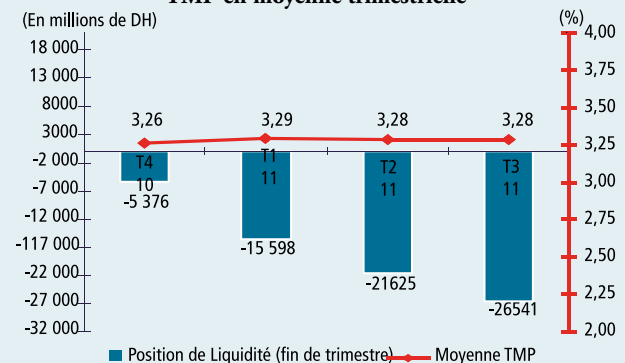
### Encadré 4.1 : Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire

Au cours du deuxième trimestre de l'année 2011, le déficit des trésoreries bancaires s'est creusé de 6 milliards de dirhams par rapport à la fin du trimestre précédent (passant de 15,6 milliards à 21,6 milliards de dirhams), et cela en dépit de la décision du Conseil de la Banque d'exclure les comptes sur carnets de l'assiette de calcul de la réserve monétaire (+4,7 milliards de dirhams). En effet, les facteurs autonomes (hors intervention du Trésor sur le marché monétaire) ont exercé un effet très restrictif sur la liquidité bancaire de près de 11,9 milliards de dirhams attribuable principalement aux opérations sur avoirs extérieurs et aux retraits nets de la monnaie fiduciaire.

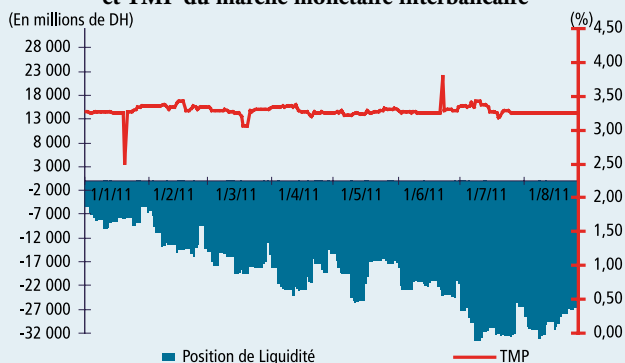
Les opérations sur avoirs extérieurs ont induit une ponction de liquidité de 6,5 milliards de dirhams résultant de la différence entre les achats de devises par les banques commerciales qui ont totalisé 13,2 milliards de dirhams et les cessions des billets de banque étrangers qui ont atteint 6,8 milliards de dirhams.

De même, l'augmentation de la circulation de la monnaie fiduciaire a atteint 3,3 milliards de dirhams suite aux sorties enregistrées principalement au cours du mois de juin atteignant 1,9 milliard de dirhams à l'occasion du démarrage de la période estivale.

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



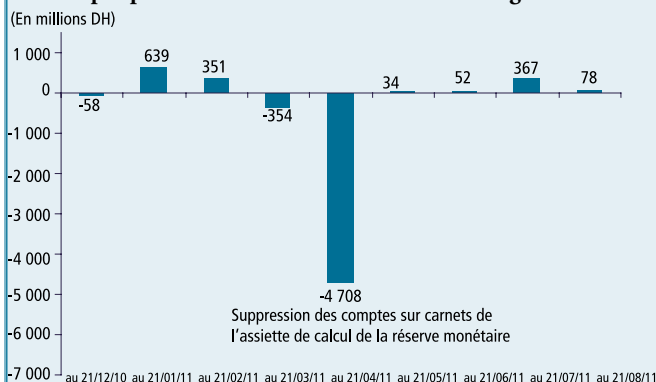
Graphique E 4.1.2 : Position de liquidité et TMP du marché monétaire interbancaire



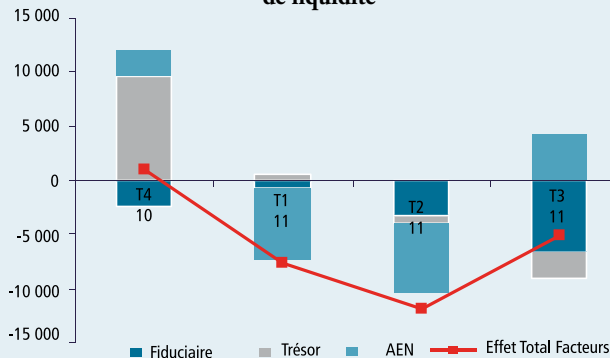
1 Position de Liquidité = Solde des Banques – Réserves Obligatoires +/- Interventions de Bank Al-Maghrib +/- Interventions du Trésor sur le marché monétaire

Au cours du troisième trimestre 2011<sup>(2)</sup>, l'insuffisance des trésoreries bancaires s'est creusée de 4,9 milliards de dirhams, en raison principalement de l'évolution restrictive des facteurs autonomes hors intervention du Trésor sur le marché monétaire (-5,2 milliards de dirhams).

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



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



En effet, l'augmentation de la circulation de la monnaie fiduciaire a atteint 6,6 milliards de dirhams suite aux vacances scolaires et au mois de Ramadan.

De même, les opérations du Trésor ont impacté négativement les trésoreries bancaires de 2,5 milliards de dirhams en raison des souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (11,2 milliards de dirhams) et de l'encaissement des recettes fiscales relatif au 2ème acompte de l'IS de l'année 2011 (10 milliards de dirhams), partiellement compensés par les remboursements des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (10,9 milliards de dirhams) et le paiement des dépenses de compensation (6,6 milliards de dirhams).

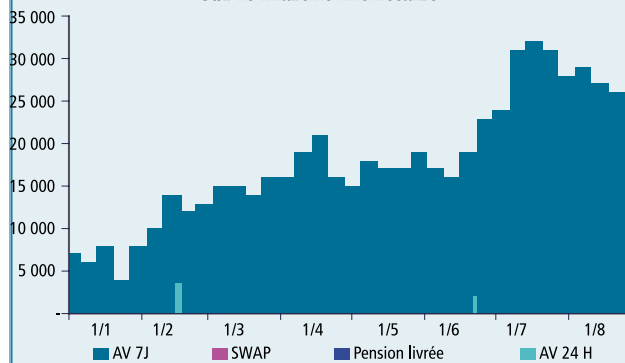
En revanche, les opérations sur avoirs extérieurs ont induit une injection de liquidité de 4,2 milliards de dirhams résultant de la différence entre les cessions des billets de banque étrangers qui ont atteint 10,1 milliards de dirhams et les achats de devises par les banques commerciales qui ont totalisé 5,9 milliards de dirhams.

Durant le troisième trimestre, les interventions du Trésor sur le marché monétaire ont été sans incidence sur la liquidité bancaire et ont porté sur un encours quotidien moyen de 2 milliards de dirhams contre 2,8 milliards de dirhams le trimestre précédent.

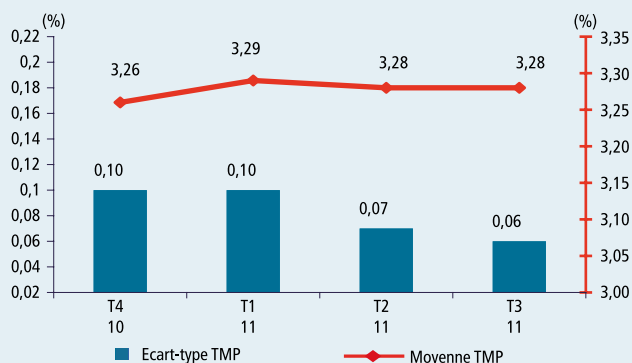
En vue de combler l'insuffisance des trésoreries bancaires qui a atteint en moyenne 30 milliards au cours de ce trimestre (contre 20,6 milliards le dernier trimestre), Bank Al-Maghrib est intervenue au moyen des opérations d'avances à 7 jours pour un montant quotidien moyen de 28,5 milliards de dirhams contre 18 milliards le trimestre précédent.

Au cours du troisième trimestre de l'année 2011, le taux moyen pondéré s'est établi en moyenne à 3,28%, soit le même niveau que le trimestre précédent. En outre, la volatilité du TMP a baissé de 1 point de base par rapport au niveau enregistré durant le deuxième trimestre 2011 pour s'établir à 6 points de base.

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



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



<sup>2</sup> Le troisième trimestre de l'année 2011 ne comprend que la période allant du 1<sup>er</sup> juillet au 26 août 2011

les crédits à la consommation ont de nouveau accusé une baisse, et ceux des crédits à l'équipement ont fléchi, après deux trimestres de hausses successives.

#### 4.1.2 Monnaie, crédit et placements liquides

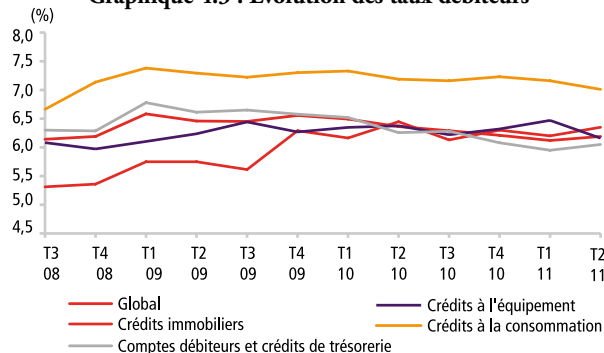
##### Evolution de M3

Le rythme de croissance de l'agrégat M3 s'est légèrement accéléré en juillet atteignant 4,7% en glissement annuel, après une quasi-stagnation autour de 4,2% pendant les deux premiers trimestres de l'année. Bien que cette évolution ait induit une atténuation de la contraction de l'excédent monétaire, les tensions inflationnistes issues de la sphère monétaire demeurent globalement contenues à moyen terme.

Les créances sur l'économie continuent d'apporter la contribution la plus importante à la croissance de la masse monétaire, comparativement aux autres contreparties, dont les contributions demeurent, comme lors des deux derniers trimestres, nettement inférieures.

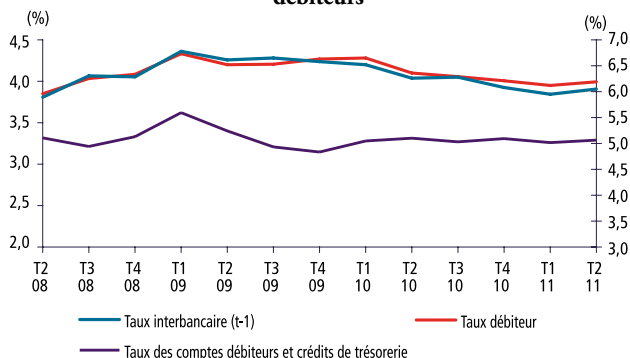
L'évolution de l'agrégat M3 par type d'encaisses fait ressortir un accroissement de la circulation fiduciaire à un rythme légèrement inférieur à celui observé au deuxième trimestre 2011, soit 9,1% contre 9,4%. Pour sa part, la monnaie scripturale, bien qu'ayant connu un ajustement à la baisse d'un mois à l'autre en juillet, a marqué une hausse de 4,2% en glissement annuel, après celle de 3,7% le trimestre précédent. Quant aux dépôts à termes auprès des banques et aux placements à vue, ils ont marqué des augmentations respectives de 4,5% et de 8,8% en juillet, après celles de 3,8% et de 8,1% un trimestre auparavant. S'agissant des certificats de dépôt, ils ont continué de croître à des rythmes annuels soutenus, à la faveur notamment de l'augmentation de leur attrait dans un contexte de persistance du resserrement des liquidités bancaires et de croissance modérée

Graphique 4.3 : Evolution des taux débiteurs

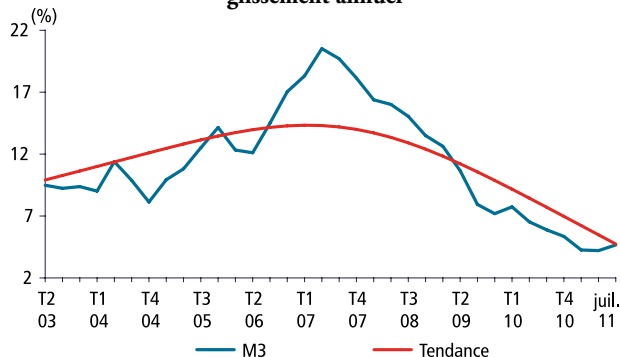


Source : Enquête trimestrielle de BAM auprès des banques

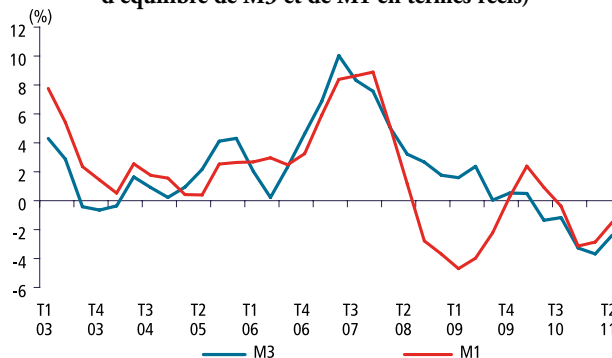
Graphique 4.4 : Evolution du taux interbancaire et des taux débiteurs



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



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





des ressources en dépôts. En revanche, les titres des OPCVM monétaires, qui se caractérisent par un degré élevé de volatilité à court terme, ont de nouveau influencé négativement le rythme de création monétaire, accusant une contraction annuelle de près de 17% en juillet, liée essentiellement à un effet de base.

La ventilation sectorielle des dépôts inclus dans la masse monétaire continue de faire ressortir un accroissement de la contribution des dépôts des ménages, en particulier celle de leurs avoirs à vue auprès des banques, qui ont crû en juillet à un rythme annuel légèrement supérieur à celui observé le trimestre passé, soit 6,8% au lieu de 6,4%. Les dépôts du secteur public ont également poursuivi leur augmentation, ce qui s'est traduit par un redressement de leur contribution à la croissance du total des dépôts. Quant aux dépôts des sociétés non financières privées, leur contribution est ressortie moins significative, alors que celle des dépôts des agents financiers est demeurée négative, s'inscrivant ainsi dans l'orientation constatée durant les derniers trimestres.

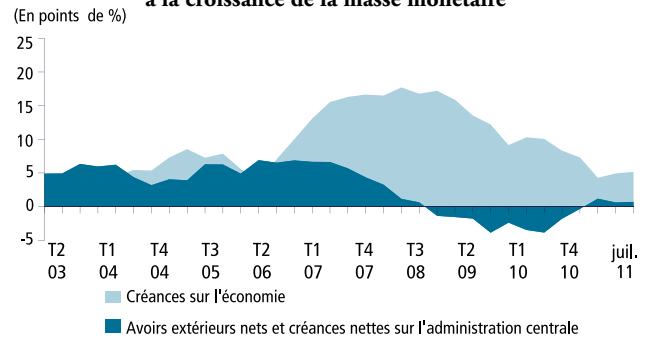
### Crédit

Les dernières données disponibles font apparaître un léger redressement du taux de croissance annuel du crédit bancaire, se situant à 7,1% en juillet, après 6,4% et 6,5% respectivement au premier et deuxième trimestres 2011.

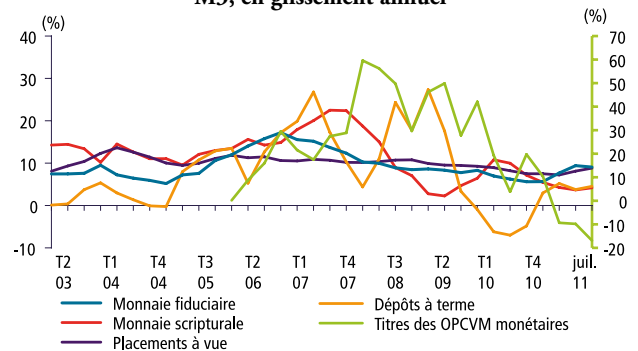
Par objet économique, la progression du crédit est attribuable essentiellement à celle des facilités de trésorerie. En effet, ces dernières se sont accrues de 16% en juillet au lieu de 11% au deuxième trimestre, poursuivant ainsi leur mouvement haussier entamé au quatrième trimestre de l'année 2010. Ce développement est lié aussi bien à la persistance de l'effet de la hausse enregistrée en juin dernier<sup>1</sup> qu'à un

<sup>1</sup> En juin 2011, les facilités de trésorerie ont connu une hausse importante, en relation avec la forte demande émanant de certaines sociétés opérant dans le secteur industriel, principalement pétrolières, et dans celui du transport et des télécommunications

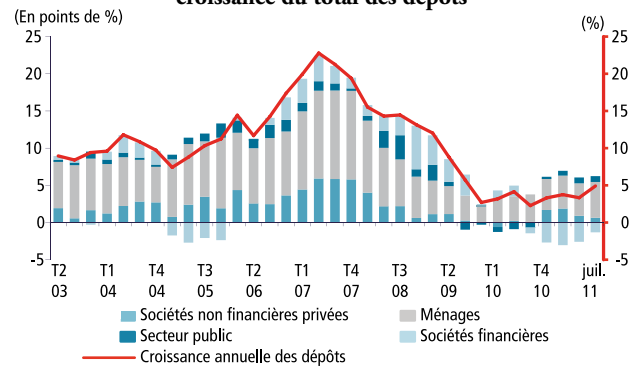
**Graphique 4.7 : Contributions des principales contreparties à la croissance de la masse monétaire**



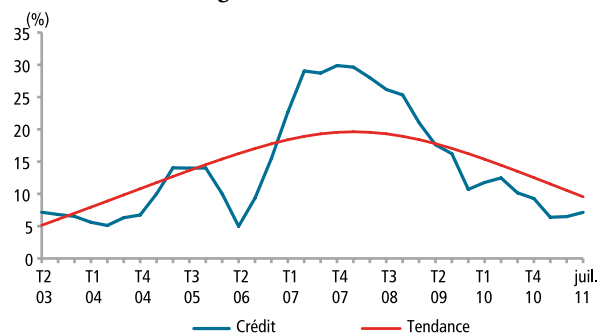
**Graphique 4.8 : Evolution des principales composantes de M3, en glissement annuel**



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



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

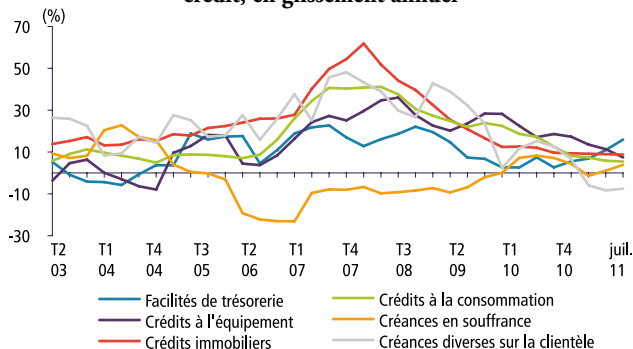




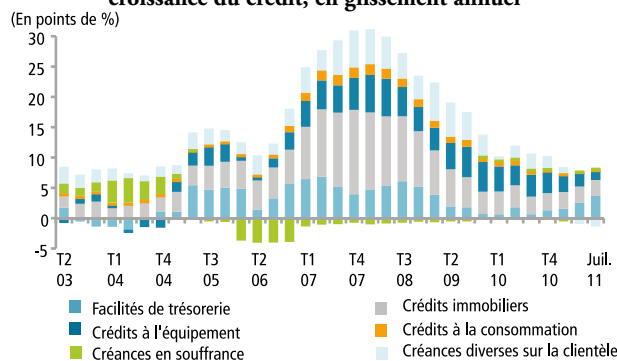
effet de base. En revanche, le rythme annuel d'accroissement des crédits à l'équipement a de nouveau marqué une décélération, leur taux de croissance annuel étant revenu de 11,4% au trimestre précédent à 7,4% en juillet, traduisant en partie un effet de base, lié à la forte progression observée un an auparavant. De même, les prêts immobiliers se sont inscrits en léger ralentissement, enregistrant une augmentation annuelle de 8,8% contre 9%. Cette évolution recouvre à nouveau une atténuation de la hausse annuelle des crédits à l'habitat, revenue de 11,5% au deuxième trimestre 2011 à 10,4% en juillet et une légère augmentation de celle des prêts accordés aux promoteurs immobiliers, établie à 4,2% après 3,6% et 3% durant les deux derniers trimestres. S'agissant des crédits à la consommation, leur taux de croissance annuel est revenu à 5,4% en juillet après 5,8% au trimestre précédent, s'inscrivant ainsi dans le mouvement de décélération entamé depuis plusieurs trimestres. Pour leur part, les créances diverses sur la clientèle ont accusé une nouvelle baisse annuelle de 7,5% en juillet, ce qui s'est traduit par le maintien à des niveaux négatifs de leur contribution à la croissance du total du crédit et ce depuis le premier trimestre 2011.

L'analyse de la structure du crédit par agent économique fait ressortir en juillet une expansion annuelle de 17,8% des concours au secteur public, au lieu de 3,5% au deuxième trimestre 2011, contribuant ainsi à hauteur de 0,8 point de pourcentage à la croissance du crédit global, au lieu de 0,2 point seulement un trimestre auparavant. Pour leur part, les financements destinés aux sociétés non financières privées, en dépit de la décélération de leur taux d'accroissement annuel, revenu de 15,4% à 14,4%, continuent d'apporter la plus importante contribution, à hauteur de 6,5 points de pourcentage en juillet, contre 6,9 points au trimestre précédent. De même, le taux de progression annuel des crédits destinés aux ménages est revenu de 2,5% au deuxième trimestre à 1,9% en juillet. Aussi, leur contribution à la croissance du crédit bancaire s'est-elle établie à 0,7 point de pourcentage,

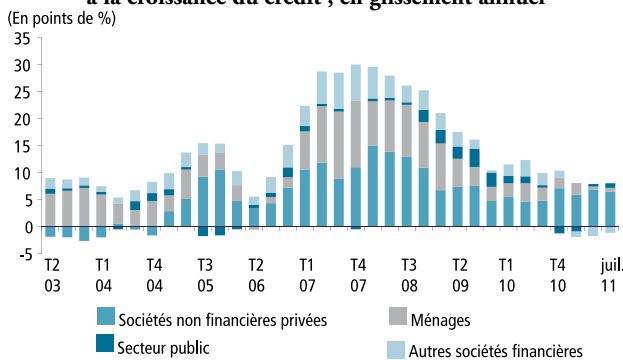
**Graphique 4.11 : Croissance des principales catégories du crédit, en glissement annuel**



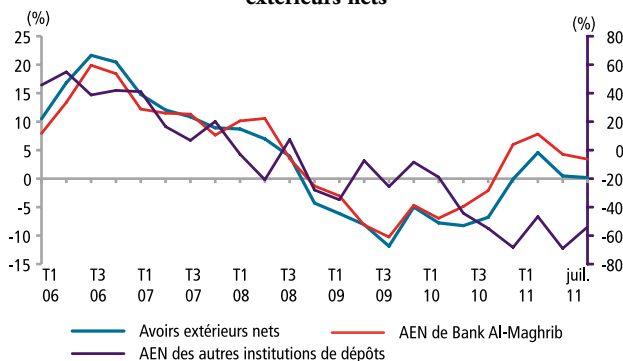
**Graphique 4.12 : Contribution des différentes catégories à la croissance du crédit, en glissement annuel**



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



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



au lieu de 0,9 point. Quant aux crédits alloués aux autres sociétés financières, ils ont accusé un repli de 7,9% en juillet, qui demeure toutefois moins prononcée que celui de 10,8% observée au deuxième trimestre.

### Autres sources de création monétaire

Au cours du deuxième trimestre 2011, le taux de progression annuel des avoirs extérieurs nets est revenu à 0,5% après 4,6% au premier trimestre, en relation essentiellement avec le creusement du déficit commercial et avec l'accroissement des transferts au titre des dividendes vers l'étranger. En juillet, ces réserves ne se sont accrues que de 0,2% en glissement annuel et ce, en dépit d'une hausse mensuelle de 2,2%. Cette évolution recouvre une décélération du rythme de progression des avoirs extérieurs nets de Bank Al-Maghrib et une atténuation de la baisse de ceux des autres institutions de dépôt.

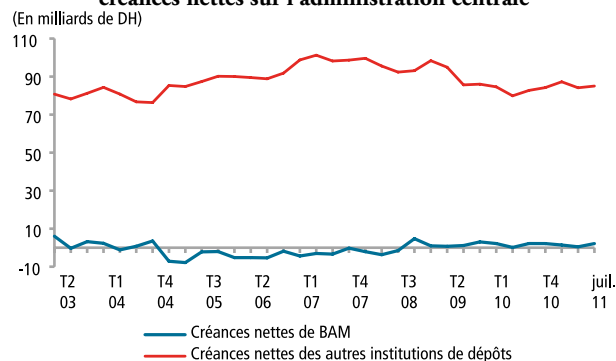
Concernant les créances nettes sur l'administration centrale, elles se sont inscrites en augmentation annuelle de 7,2% en juillet, au lieu de 5,7% un trimestre auparavant, reflétant principalement la hausse du recours de l'administration centrale aux autres institutions de dépôts.

### Placements liquides

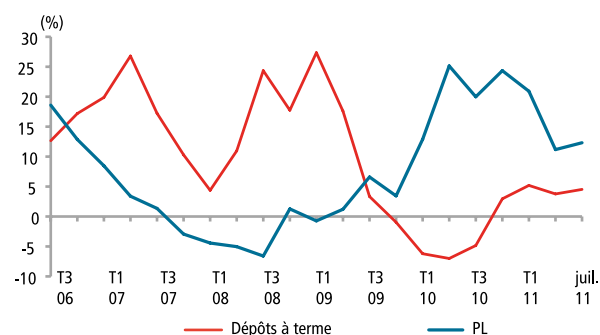
Bien qu'en ralentissement d'un trimestre à l'autre, le taux de progression annuel du total des agrégats de placements liquides s'est établi en juillet à 12,3%, après 11,2% le trimestre précédent.

Cette évolution est tirée principalement par celle des actifs inclus dans l'agrégat PL1, notamment les bons du Trésor négociables, dont le taux de progression annuel s'est accéléré, passant à 15,8% en juillet au lieu de 8,3% le trimestre précédent. En revanche, le rythme de croissance des titres des OPCVM obligataires, recensés dans l'agrégat PL2, a poursuivi sa tendance baissière, revenant à 6,7%, contre 21% et 15,1% respectivement au premier et deuxième

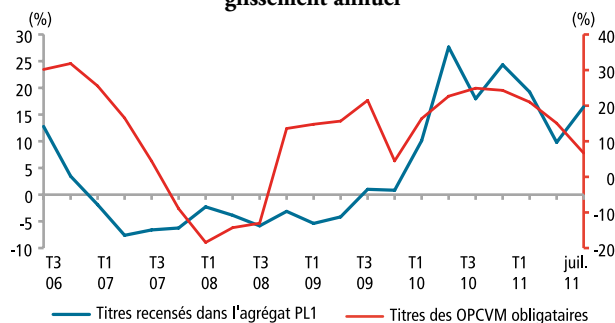
Graphique 4.15 : Evolution trimestrielle de l'encours des créances nettes sur l'administration centrale



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



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



trimestres de l'année. De même, la croissance annuelle des titres des OPCVM actions et diversifiés inclus dans l'agrégat PL 3 est revenue de 7,8% au deuxième trimestre à 5,4% en juillet, reflétant ainsi la contreperformance des cours sur la bourse de Casablanca.

### Taux de change

Au terme du deuxième trimestre de l'année 2011 et par rapport au trimestre précédent, la monnaie nationale s'est déprécié de 0,87% face à l'euro. En revanche, elle s'est appréciée respectivement de 4,30% et de 2,46% vis-à-vis du dollar américain et de la livre sterling.

En moyenne des deux mois de juillet et d'août et comparativement au trimestre précédent, le dirham a enregistré un accroissement de 0,10% par rapport à l'euro et des baisses de 0,55% et de 0,12%, respectivement, contre le dollar et la livre sterling.

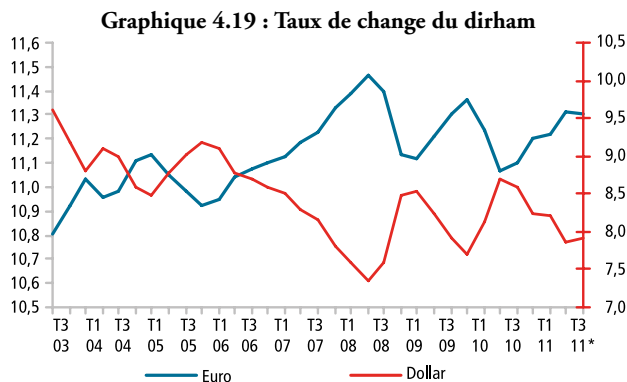
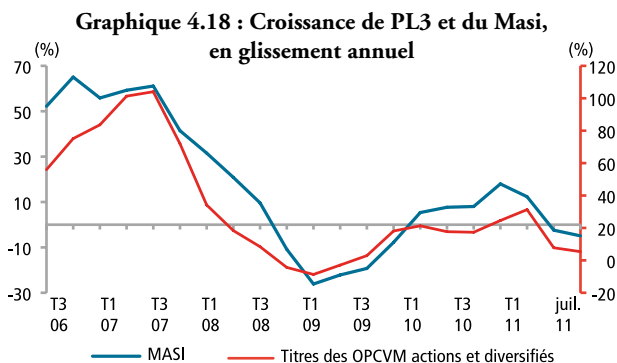
Pour sa part, le taux de change effectif nominal du dirham, calculé à partir des taux de change bilatéraux vis-à-vis des principaux partenaires et concurrents du Maroc, s'est légèrement déprécié de 0,13% d'un trimestre à l'autre. La dépréciation de la monnaie nationale est plus importante en termes réels, s'établissant à 0,75% et ce, en raison d'un taux d'inflation au Maroc globalement inférieur à celui des principaux pays partenaires et concurrents.

## 4.2 Prix des actifs

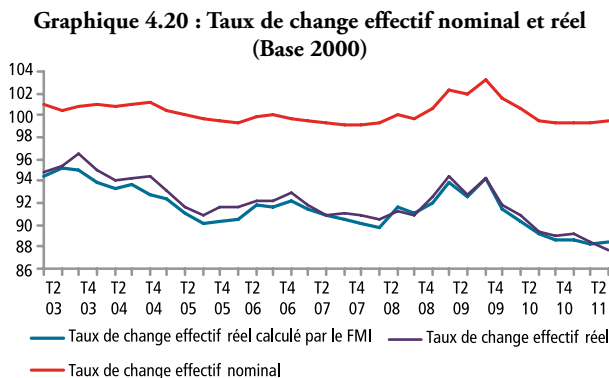
### 4.2.1 Actifs immobiliers

Au terme du deuxième trimestre 2011, les résultats relatifs à l'indice des prix des actifs immobiliers<sup>1</sup> (IPAI), indiquent une baisse trimestrielle de 1,6%, après une augmentation de 2,1% un trimestre auparavant. Cette diminution

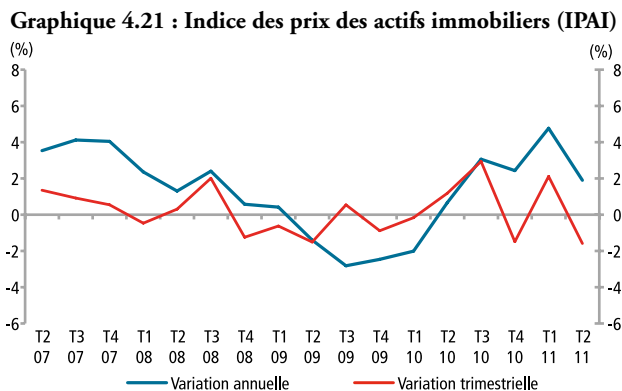
<sup>1</sup> L'indice des prix des actifs immobiliers (IPAI) a été élaboré conjointement par Bank Al-Maghrib et l'Agence Nationale de la Conservation Foncière, du Cadastre et de la Cartographie (ANCFCC), fait l'objet depuis le 15 mars 2010 d'une publication trimestrielle sur les portails des deux institutions : [www.bkam.ma](http://www.bkam.ma) et [www.ancfcc.gov.ma](http://www.ancfcc.gov.ma).



L'observation du troisième trimestre 2011 correspond à la moyenne arithmétique des données du 1<sup>er</sup> juillet au 30 août 2011.



Source : FMI et Calculs de BAM



est liée essentiellement à la contraction des prix des biens fonciers et commerciaux. En glissement annuel, ces prix ont poursuivi leur tendance haussière entamée depuis le deuxième trimestre 2010, avec un taux de 1,9%. Cette évolution recouvre un accroissement de 3,8% des prix des biens résidentiels et un recul de 2,2% et de 2% respectivement de ceux des biens fonciers et commerciaux.

Par ailleurs, le nombre des ventes des biens immobiliers immatriculés au niveau de l'ANCFCC arrêté 35 jours après la fin du deuxième trimestre, a régressé de 17,5%, s'établissant à 15 938 transactions. Cette contraction reflète le repli des ventes de l'ensemble des catégories.

Parallèlement, les crédits à l'habitat se sont accrus au cours du deuxième trimestre 2011 à un rythme annuel inférieur à celui du trimestre précédent, soit 11,5% au lieu de 12,1%. Pour sa part, l'indice boursier de l'immobilier, s'est déprécié de 11,3% depuis le début de l'année.

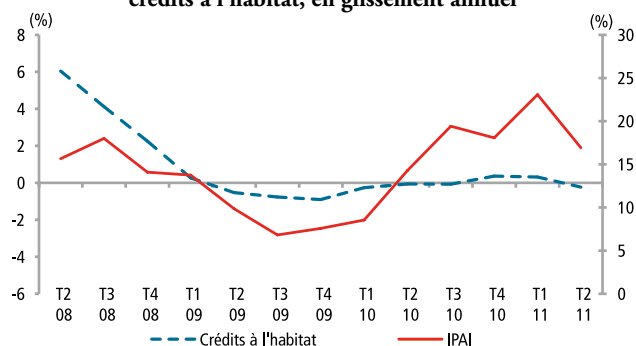
### 4.2.2 Cours des actions

A l'instar du trimestre précédent, le MASI a enregistré une diminution de 5,4% au deuxième trimestre 2011 et une hausse de 2,8% en août. Aussi, la baisse de sa performance depuis le début de l'année s'est-elle située à 9%. Concernant plus particulièrement le sous-indice du secteur immobilier, il a fléchi de 6,7% au deuxième trimestre 2011 et de 3,9% en août.

Parallèlement, la capitalisation boursière s'est contractée de 5,6% d'un trimestre à l'autre, s'établissant à 525,6 milliards de dirhams au deuxième trimestre 2011. En revanche, elle s'est accrue en août, atteignant 528,4 milliards de dirhams.

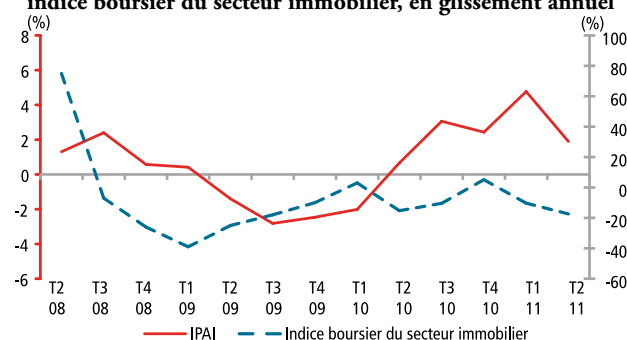
De même, le PER<sup>1</sup> de la place de Casablanca a diminué d'un trimestre à l'autre, passant de 16,6 à 16,1, atteignant toutefois 16,7 en août. Il demeure ainsi relativement élevé par rapport à celui d'autres marchés de taille comparable.

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



\* Compte non tenu de crédits destinés à la promotion immobilière

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



Graphique 4.24 : Indices boursiers

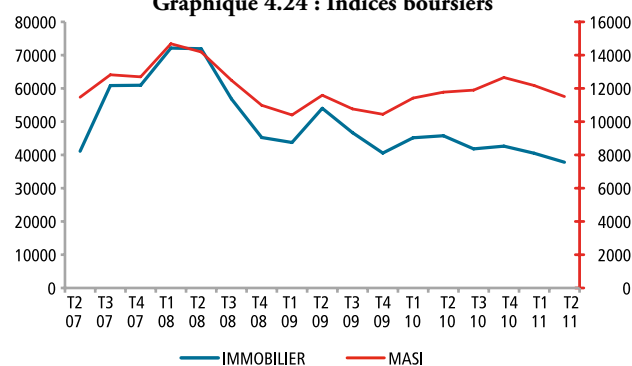


Tableau 4.3 : Valorisation du marché des actions

PER	T1 10	T2 10	T3 10	T4 10	T1 11	T2 10	août 2011
Argentine	17,5	12,9	11,1	12,7	13,4	11,5	10,1
Brésil	16,4	14,9	14,7	14,8	14,2	11,9	10,7
Mexique	17,1	13,5	14,3	15,7	15,3	13,4	12,7
Turquie	11,0	12,6	11,5	13,5	12,8	12,0	11,3
<b>Maroc</b>	<b>16,9</b>	<b>18,1</b>	<b>17,7</b>	<b>19,1</b>	<b>16,6</b>	<b>16,1</b>	<b>16,7</b>

Sources : Datastream, CFG

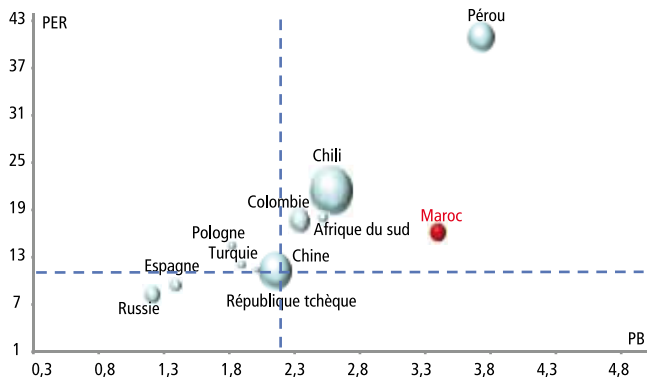
1 PER : Price Earnings Ratio

En parallèle, le Price to Book Ratio<sup>1</sup>, de l'ordre de 3,8 en août, reste parmi les plus élevés comparativement aux autres marchés.

Pour sa part, le volume des transactions s'est situé à 14,7<sup>2</sup> milliards de dirhams au deuxième trimestre 2011 contre 47,7 milliards un trimestre auparavant. Il s'est chiffré à 8 milliard au terme du mois d'août.

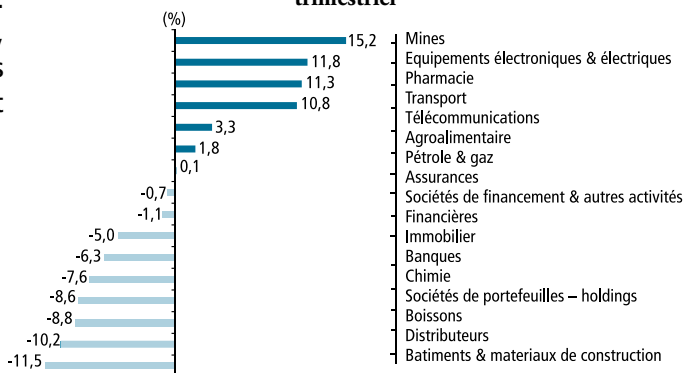
Les indices sectoriels, quant à eux, se sont inscrits globalement dans une tendance baissière. En effet, seuls les indices des secteurs des mines, du pétrole et gaz et des sociétés de portefeuille holdings se sont appréciés respectivement de 14%, de 7,9% et de 2,7%, tandis que l'indice du secteur des boissons est resté quasiment stable. Les autres indices ont enregistré, en revanche, des diminutions, allant de 0,8% pour celui des distributeurs à 10,9% pour celui des loisirs et hôtels.

Graphique 4.25 : Valorisation du marché boursier au Maroc et dans certains pays émergents(\*) à fin juin 2011



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

Graphique 4.26 : Evolution des indices sectoriels, en glissement trimestriel



Source: Bourse de Casablanca

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

2 A partir du 3 janvier 2011 et afin de se conformer aux normes internationales, la bourse de Casablanca a procédé à un changement au niveau de la publication des volumes des transactions. Ces derniers sont ainsi communiqués sur la base d'un seul sens de la transaction (achat, au lieu des deux sens (achat et vente)).

## 5. ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

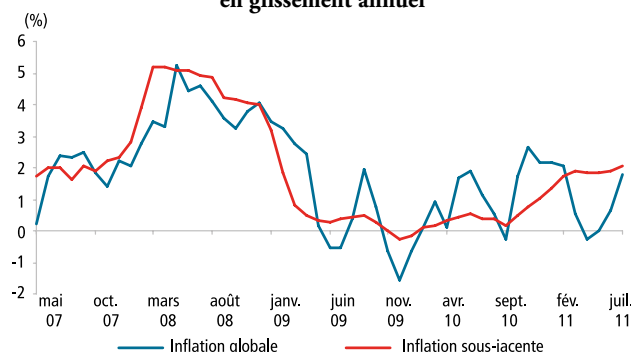
Les données récentes confirment l'appréciation faite dans le cadre des précédents Rapports sur la politique monétaire (RPM) qui tablait sur une évolution en ligne avec la stabilité des prix à moyen terme, caractérisée toutefois par des fluctuations mensuelles importantes de l'inflation globale et une poursuite de l'ajustement à la hausse de l'inflation sous-jacente. Représentant des effets de base et ceux des chocs ponctuels sur les prix volatils de certains produits alimentaires, l'inflation a en effet connu un net ralentissement à 0,2% au cours du deuxième trimestre, avant d'augmenter à 1,8% en juillet. Pour sa part, l'inflation sous-jacente (IPCX) s'est établie à 2% après 1,9% en juin, en liaison avec l'accroissement de 2,6% de l'indice des prix des produits échangeables inclus dans l'IPCX (IPCXE), lui-même attribuable à la diffusion retardée de l'évolution des cours mondiaux des produits alimentaires et de l'inflation dans les principaux pays partenaires. En revanche, l'inflation des biens non échangeables (IPCXNE) est restée limitée à 1,4%, traduisant la poursuite de la modération des pressions de la demande intérieure. Bien qu'à une ampleur moins importante que celle observée en 2008, le renchérissement des matières premières continue d'impacter les prix à la production industrielle, dont l'indice s'est accru de 0,3% entre juin et juillet et de 14,5% en glissement annuel.

### 5.1 Evolution de l'inflation

Après s'être établie à 0% en mai et 0,7% en juin, l'inflation globale, mesurée par la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC), est ressortie à 1,8% en juillet 2011, avec une moyenne de 0,9% sur les sept premiers mois de l'année, contre 0,7% au cours de la même période de l'année précédente. Cette évolution récente de l'inflation reflète celle des prix de la composante « produits alimentaires volatils » dont le rythme de variation est passé de -4,6% à 3,0% entre juin et juillet, ainsi que la légère progression de l'inflation sous-jacente.

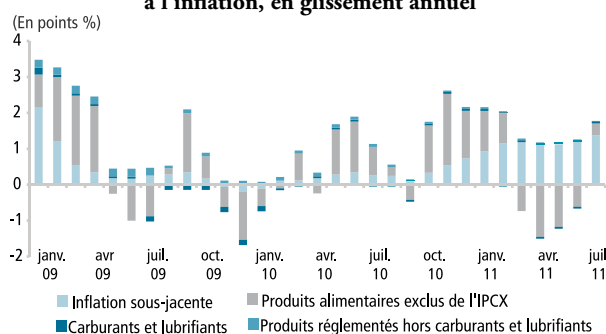
L'impact des chocs d'offre sur les prix alimentaires volatils, que l'on considère globalement neutre à moyen terme, demeure sensible sur les fluctuations mensuelles et trimestrielles de l'inflation. Outre l'accélération de la progression des prix des poissons frais de 11,5% à 16,2%, la hausse de 3% des prix de la composante « produits alimentaires volatils » s'explique par celle des prix des légumes frais (+6,7% au lieu de -15,7%), ainsi que par l'atténuation du rythme de repli des prix des fruits frais de -4,9% à -0,8%. S'agissant des produits réglementés, les tarifs de ceux hors carburants et lubrifiants ont progressé de 0,1%, sans changement comparativement au mois précédent, en liaison avec la stabilité des tarifs des principaux produits de cette catégorie, notamment le tabac, l'électricité et les produits pharmaceutiques. En revanche, les

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



Sources : HCP et calculs BAM

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



Sources : HCP et calculs BAM



tarifs des carburants et lubrifiants n'ont pas subi de variation, dans un contexte de poursuite du gel du mécanisme d'indexation des prix des produits pétroliers.

L'inflation sous-jacente (IPCX), qui exclut les produits alimentaires volatils et les produits réglementés, est ressortie à 2% après 1,9% en juin. L'écart absolu entre l'inflation et l'inflation sous-jacente s'est atténué, revenant à 0,3 point de pourcentage en juillet, alors qu'il était de l'ordre de 1,8 et de 1,2 point de pourcentage en mai et juin respectivement.

L'analyse par grandes composantes montre que l'évolution récente de l'inflation sous-jacente s'explique essentiellement par l'accélération du rythme de progression des prix des produits alimentaires qui y sont inclus et de ceux des articles d'habillement et chaussures (+1,8% au lieu de +1,5%). De légers ralentissements de la hausse des prix ont concerné certaines composantes, notamment celles des « biens et services divers » (+1,8% au lieu de +2%) et « restaurants et hôtels » (+1,5% au lieu de +1,6%). Il y a lieu de noter que depuis janvier 2011, l'IPCX s'est inscrit dans un mouvement haussier dont le rythme a toutefois légèrement diminué depuis mars dernier. Ainsi, sur les sept premiers mois de l'année 2011, l'inflation sous-jacente s'est établie en moyenne à 1,8%, comparativement à 0,3% une année auparavant, en liaison avec le renchérissement de certains produits alimentaires de base, notamment, les produits à base de céréales (+2,1% au lieu de -1,6%), les huiles et graisses (+12,8% au lieu de -0,8%) et le lait (+0,4% au lieu de +0,1%).

## 5.2 Biens échangeables et Biens non échangeables

L'analyse détaillée de l'évolution des prix des biens par catégorie échangeable et non échangeable indique que l'inflation fondamentale est tirée, dans une large mesure, par l'évolution des prix des biens échangeables, elle-même impactée par l'inflation de nos principaux partenaires commerciaux et le niveau élevé des cours des matières premières.

Tableau 5.1 : Inflation et ses composantes

	Variation mensuelle (%)			Glissement annuel (%)		
	mai 11	juin 11	juil. 11	mai 11	juin 11	juil. 11
<b>Inflation globale</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,7</b>	<b>1,8</b>
dont:						
- Produits alimentaires volatils exclus de l'inflation sous-jacente	2,2	-3,6	3,5	-8,2	-4,6	3,0
- 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	0,0	0,1	0,1	0,1
<b>Inflation sous-jacente</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>
dont :						
- Produits alimentaires	-0,1	0,2	0,4	3,1	3,2	3,5
- Articles d'habillement et chaussures	0,0	0,0	0,1	1,3	1,5	1,8
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles*	0,1	0,0	0,1	0,9	0,8	0,9
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,2	0,0	0,1	0,9	0,8	1,0
- Santé*	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2
- Transport*	0,1	-0,2	-0,1	-0,5	-0,6	-0,7
- Communication	0,0	0,0	0,0	-1,4	-1,4	-1,4
- Loisirs et cultures	0,0	-0,1	0,0	-0,8	-0,6	-0,5
- Enseignement	0,0	0,0	0,0	4,6	4,6	4,6
- Restaurants et hôtels	0,1	0,7	0,2	1,1	1,6	1,5
- Biens et services divers	0,0	0,1	0,1	2,0	2,0	1,8

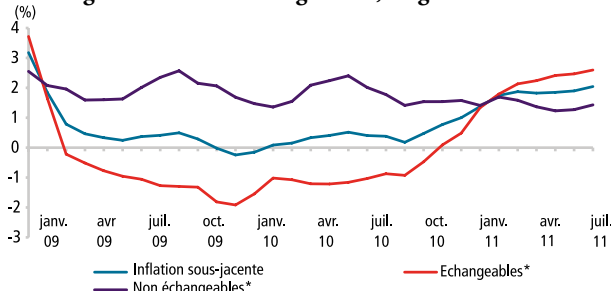
\* Hors produits réglementés  
Sources : HCP et calculs BAM

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

Produits (Dh/Litre)	juil. 2009	janv. 2010	avril 2010	oct. 2010	janv. 2011	avril 2011	juin 2011
Super carburant	10,25	10,25	10,25	10,25	10,25	10,25	10,25
Gasoil 350/50*	7,15	7,15	7,15	7,15	7,15	7,15	7,15
Fuel industriel (Dh/Tonne)	3074	3074	3074	3074	3074	3 678	3 678

\* Le gasoil 50 PPM a remplacé le gasoil 350 en février 2009 et le gasoil ordinaire en avril 2009  
Source : Ministère de l'énergie et des mines

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



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

L'inflation des biens échangeables (IPCXE) a ainsi atteint 2,5% et 2,6% en juin et en juillet 2011, soit une moyenne de 2,1% sur les sept premiers mois de l'année au lieu de -1,2% durant la même période de l'année dernière. L'augmentation a concerné principalement les produits à base de céréales, les huiles et graisses et le thé qui ont contribué à hauteur de 64% à la hausse de l'inflation de cette catégorie.

Parallèlement, l'indice des prix des biens non échangeables hors produits volatils et réglementés (IPCXNE), continue de dénoter de l'absence de tensions inflationnistes significatives au niveau interne, marquant une hausse annuelle de 1,2% en mai, 1,3% en juin et 1,4% en juillet, contre un rythme moyen de 2,2% au titre des mêmes mois de 2010. Par produit, cette évolution récente reflète principalement le ralentissement de la hausse des prix des « viandes fraîches » et des « loyers effectivement payés » ainsi que ceux de la rubrique des « Restaurants, café et établissements similaires ».

### 5.3 Biens et services

La ventilation du panier de l'IPC en biens et services montre que l'inflation globale demeure influencée, dans une large mesure, par l'évolution des prix des biens non transformés. Après les baisses successives observées au cours des quatre derniers mois, les prix de cette catégorie, dont le profil est principalement conditionné par les variations des produits alimentaires volatils, ont enregistré une hausse annuelle de 2,7% en juillet et ont contribué positivement à concurrence de 0,6 point à l'inflation au lieu de -0,5 point un mois auparavant.

Pour leur part, les prix des biens transformés hors carburant et lubrifiant ont vu leur rythme d'accroissement s'établir à 2% après 1,9% en juin, ressortant à 1,7% en moyenne sur les sept premiers mois de l'année 2011. La contribution de cette catégorie de biens à la variation de l'indice général est évaluée à 0,9 point de pourcentage.

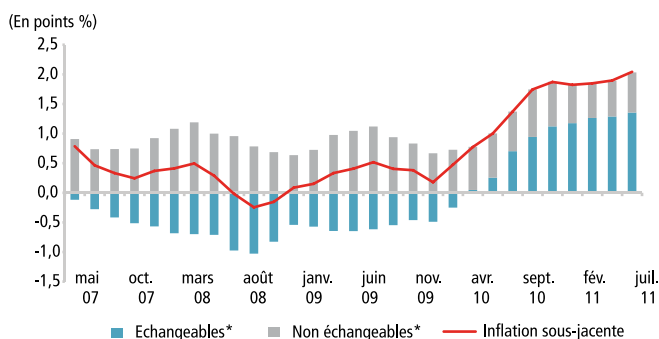
S'agissant des services, leurs prix ont progressé à un rythme quasi-identique à celui des trois mois

**Tableau 5.3 : Evolution des indices des prix des biens échangeables\* et non échangeables\***

	Evolution en variation mensuelle (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	mai 11	juin 11	juil. 11	mai 11	juin 11	juil. 11
Biens échangeables*	0,1	0,0	0,2	2,4	2,5	2,6
Biens non échangeables*	-0,1	0,2	0,1	1,2	1,3	1,4

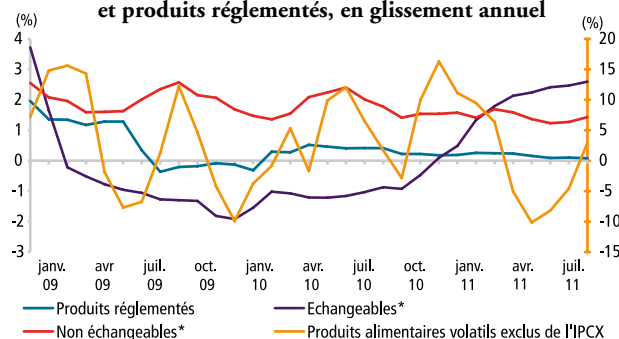
\* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés  
Sources : HCP et calculs de BAM

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



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

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



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

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

	Contributions à l'inflation en variation mensuelle		Contributions à l'inflation en glissement annuel	
	juin 11	juil.11	juin 11	juil.11
Produits Exclus de l'IPCX	-0,5	0,4	-0,6	0,4
Dont :				
Produits réglementés	0,0	0,0	0,0	0,0
Produits alimentaires volatils	-0,5	0,4	-0,6	0,4
Biens échangeables*	0,0	0,1	0,9	0,9
Biens non échangeables*	0,1	0,0	0,4	0,5

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



précédents, soit 0,9%, contribuant ainsi à hauteur de 0,3 point de pourcentage à l'inflation. Les prix des carburants et lubrifiants ressortent, de leur côté, en stagnation depuis juin 2010 par rapport à leurs niveaux observés un an auparavant.

### 5.4 Indice des prix à la production industrielle

Les données du mois de juillet relatives à l'indice des prix à la production des industries manufacturières ressortent en ligne avec les anticipations des chefs d'entreprises recueillies dans le cadre de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib du mois de juin, qui tablaient sur une accalmie du renchérissement des coûts de production. Elles font ainsi état d'une légère hausse mensuelle de 0,3% de l'indice général des prix à la production des industries manufacturières calculé sur la base des prix sortie usine hors taxes et subventions.

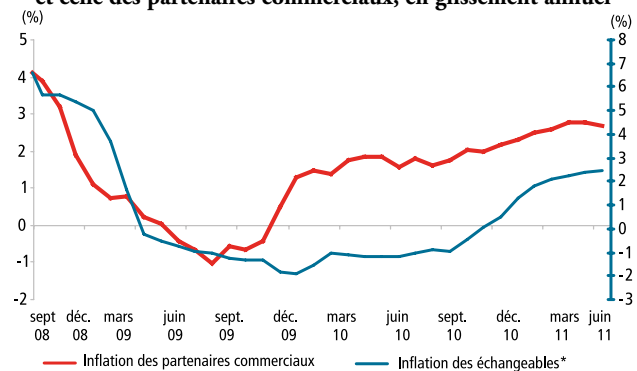
Cette évolution, qui intervient dans un contexte marqué par un niveau toujours élevé des cours des matières premières et une persistance des tensions inflationnistes dans la plupart des économies émergentes, reflète un ralentissement de la baisse des prix de la branche cokéfaction et raffinage (-0,1% au lieu de -2,8% en juin), ainsi qu'une hausse de 0,5% dans les autres branches. La variation ainsi constatée des prix à la production hors raffinage tient dans une large mesure à la progression de 1,5% des prix de l'industrie alimentaire.

En glissement annuel, l'indice de référence s'est apprécié de 14,4% en juillet après 14,5% en juin et 14,1% en mai, recouvrant la légère atténuation de la hausse des prix au niveau de la branche cokéfaction et raffinage (+28,3% au lieu de +29,7%) et l'accélération de la hausse de la branche alimentaire (+4,3% au lieu de +3,0%).

### 5.5 Anticipations d'inflation

Selon les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib du mois de juillet 2011, les prix des produits industriels devraient rester à un niveau modéré, comme en témoigne l'accroissement du pourcentage des chefs d'entreprises ayant anticipé une stagnation, passé de 66% en juin à 88% en

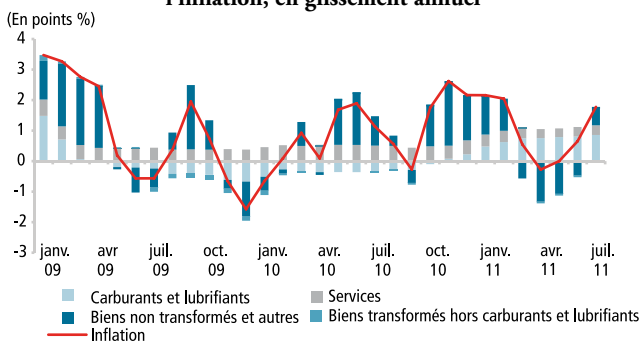
Graphique 5.6 : Evolution de l'inflation des biens échangeables\* et celle des partenaires commerciaux, en glissement annuel



\* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés

Sources : HCP, IFS et calculs BAM

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



Sources : HCP et calculs BAM

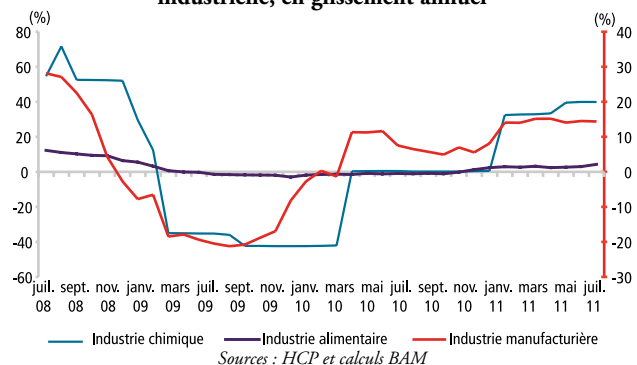
Tableau 5.5 : Indices des prix des biens et services

	Evolution en variation mensuelle (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	mai 11	juin 11	juil. 11	mai 11	juin 11	juil. 11
<b>Biens transformés*</b>	0,0	-0,1	0,2	2,0	1,9	2,0
<b>Biens non transformés et autres</b>	1,1	-1,8	2,3	-4,5	-2,1	2,7
<b>Services</b>	0,0	0,1	0,0	0,9	1,0	0,9
<b>Carburants et lubrifiants</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

\* Hors carburants et lubrifiants

Sources : HCP et calculs BAM

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

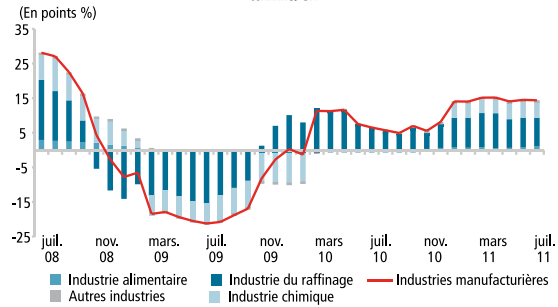


Sources : HCP et calculs BAM

juillet, alors qu'il était en moyenne de 67% durant les cinq premiers mois de l'année 2011. Cette modération se confirme également par la baisse de la proportion des chefs d'entreprises ayant tablé sur une hausse des prix industriels (voir Graphique 5.11).

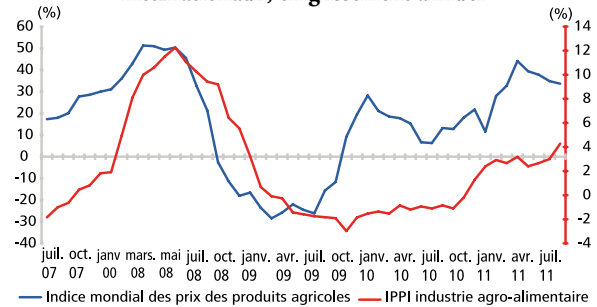
Parallèlement, les résultats de l'enquête font ressortir la poursuite de la modération de l'inflation au cours des trois prochains mois. En effet, le pourcentage des chefs d'entreprises ayant anticipé une stagnation s'est établi à 71% en juillet contre une moyenne de 64% durant le premier semestre de l'année 2011. Parallèlement, la part de ceux ayant prévu une hausse a connu un léger repli, tandis que la proportion de ceux qui tablent sur une baisse est restée stable sur toute la période de l'année 2011 (voir Graphique 5.12).

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



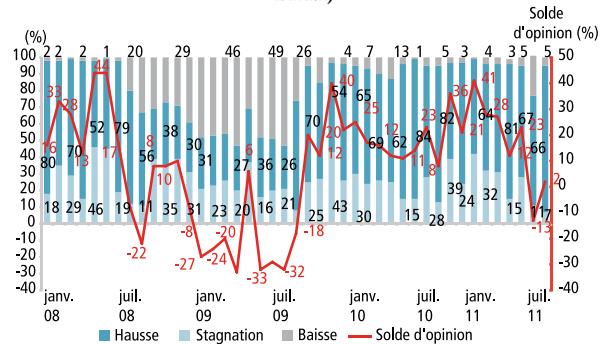
Sources : HCP et calculs BAM

**Graphique 5.10 : Evolution des prix à la production de l'industrie alimentaire au Maroc et sur les marchés internationaux, en glissement annuel**



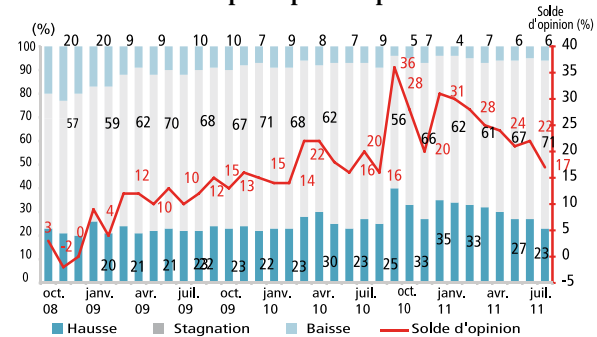
Sources : Banque mondiale, HCP et calculs de BAM

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



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

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



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

## 6. PERSPECTIVES DE L'INFLATION

*Cette section présente l'évolution de l'inflation jugée la plus probable (prévision centrale) au cours des six prochains trimestres et examine les principaux risques qui lui sont associés (balance des risques). Le scénario de la prévision centrale est donc conditionné par les hypothèses et les évolutions envisagées pour une série de variables affectant l'activité et l'inflation. Sous l'hypothèse de la non-matérialisation des principaux facteurs de risque identifiés, l'évolution de l'inflation à l'horizon des six prochains trimestres reste en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, avec une prévision moyenne de l'ordre de 2% pratiquement similaire au taux moyen prévu dans le cadre du dernier Rapport sur la Politique Monétaire (1,9%). Au cours de l'année 2011, l'inflation devrait se situer autour de 1,3%, au lieu de 1,4%. Pour l'année 2012, le niveau d'inflation moyen devrait s'établir à 2,1%. La balance des risques du présent exercice de prévision est légèrement orientée à la baisse, dans un contexte de ralentissement de l'activité économique mondiale et sous l'hypothèse d'un maintien à son niveau actuel du prix du gasoil à la pompe.*

### 6.1 Hypothèses du scénario de base

#### 6.1.1 Environnement international

Après avoir affiché des perspectives globalement favorables, la conjoncture économique internationale a été marquée durant le second trimestre de l'année en cours par une décélération de la croissance chez les principaux pays avancés. De leur côté, les pays émergents affichent toujours des taux de croissance élevés, néanmoins, les risques de surchauffe sont de plus en plus pressants.

L'essoufflement de la croissance des pays développés découle d'un contexte marqué par la survenance de difficultés d'approvisionnement au niveau des chaînes de production de l'industrie manufacturière suite à la catastrophe naturelle qui a touché le Japon, une consommation privée plus modérée ainsi que la contraction du revenu réel des ménages en lien avec le renchérissement des prix suite à la hausse des cours des produits énergétiques durant les premiers mois de l'année en cours.

La sphère financière n'a pas fait état de meilleures perspectives. En effet, le climat de confiance s'est considérablement détérioré avec les risques planant sur la soutenabilité de la dette des pays périphériques de la zone euro et de celle des États-Unis qui a connu un abaissement de sa note souveraine au cours du troisième trimestre par l'agence de notation Standard & Poor's.

Ainsi, l'évolution des marchés financiers a été caractérisée par la hausse des écarts de contrat de couverture de défaillance souveraine (CDS) et la baisse significative des cours des actions.

En dépit de la conjonction de l'ensemble de ces facteurs qui ont exercé de fortes pressions sur la production, la zone euro et les États-Unis ont continué à enregistrer des taux de croissance positifs soit respectivement, 1,7% et 1,6% durant le 2ème trimestre de 2011. Ces réalisations sont attribuables à la dynamique des exportations, en lien avec la demande vigoureuse provenant des pays émergents et la bonne tenue de la demande privée en biens de consommation durables et d'investissement; cette dernière étant essentiellement tirée par un niveau de confiance des ménages et des chefs d'entreprises qui demeure globalement favorable.

S'agissant des perspectives de croissance, le Fonds Monétaire International anticipe dans ses dernières projections pour l'année en cours un taux de croissance de l'ordre de 1,9% pour la zone euro et de 1,6% aux États-Unis, soit une révision significative par rapport aux projections du mois de juin qui s'établissaient à 2% pour la zone euro et 2,5% pour l'économie américaine. Concernant l'année 2012, les prévisions font aussi état d'une revue à la baisse. En effet, les États-Unis devraient connaître un taux de croissance de 2% au lieu de 2,7% et la zone euro un taux de 1,4% au lieu de 1,7%.

Les risques entourant les perspectives de croissance de l'économie mondiale ont considérablement augmenté, par rapport au dernier Rapport sur la politique monétaire, et affichent une tendance orientée à la baisse. En effet, les marchés demeurent préoccupés par les vulnérabilités budgétaires dont souffrent quelques pays de la zone euro qui peuvent impacter la viabilité des bilans bancaires déjà fragiles compte tenu de leur faible capitalisation. De plus, une détérioration des fondamentaux de ces économies risque de déclencher une perte brusque de confiance des investisseurs quand à la soutenabilité de leurs dettes.

Parallèlement, les ajustements budgétaires sur lesquels se sont engagés les pays avancés, notamment les États-Unis, l'Angleterre et la France, quoique primordiaux, risquent de compromettre la progression de l'activité si la confiance des ménages et des chefs d'entreprises décroît significativement.

Du côté des pays émergents, les vulnérabilités financières, les déséquilibres externes ainsi que le durcissement de la politique monétaire que pourrait induire notamment la croissance rapide des crédits, constituent des risques supplémentaires à la baisse de l'activité économique mondiale.

Au regard de ces évolutions, des taux de croissance pondérés pour nos principaux partenaires commerciaux (Allemagne, Espagne, France, Italie et Royaume-Uni) de l'ordre de 1,4% en 2011 ainsi qu'en 2012 ont été retenus dans le présent RPM. Comparativement à celles présentées dans le RPM du mois de juin (1,5% en 2011 et 1,7% en 2012), ces hypothèses ont été revues à la baisse en lien avec des perspectives économiques internationales moins propices. Il est à noter que le Royaume-Uni a été intégré parmi les principaux pays partenaires en raison de l'importance grandissante des échanges commerciaux qu'il entretient avec le Maroc. Enfin, il est également à signaler que ce taux de croissance est calculé sur la base d'une moyenne pondérée par les parts respectives de ces pays dans notre commerce extérieur.

Concernant l'évolution des prix dans la zone euro, bien qu'ils aient affiché une tendance baissière durant les derniers mois, après les hausses enregistrées en début d'année et qui ont contraint la BCE à relever son taux directeur, l'inflation demeure toujours supérieure à 2%. Cette dynamique découle du renchérissement des prix de l'énergie et des matières premières qui, en dépit de la décélération notable de leurs cours, n'ont pas encore atteint des niveaux convenables.

Dans ce contexte, la BCE anticipe dans son bulletin du mois de septembre un taux d'inflation de 2,6% en 2011 et 1,7% en 2012. Les risques pesant sur l'évolution future de l'inflation dans la zone euro sont équilibrés. En effet, les craintes liées à un renchérissement plus important qu'escompté des cours des produits énergétiques, ainsi qu'aux éventuels relèvements de la fiscalité indirecte et des prix administrés en raison des ajustements budgétaires sont contrebalancées par les répercussions d'une croissance plus faible que prévue dans la zone euro.

S'agissant de l'Euribor trois mois, le scénario central du présent exercice retient comme hypothèse un taux de 1,31% pour le deuxième semestre de l'année en cours. Ce taux devrait diminuer progressivement pour se situer respectivement à une moyenne de 1,03% et 1,07% au premier et au deuxième semestre de 2012.

Enfin, compte tenu de la décélération des prix des matières premières observée à partir du mois d'avril qui découle de l'atténuation des tensions sur les marchés des denrées alimentaires, les prévisions des prix à l'importation hors énergie, incluses dans les modèles de prévision développés par Bank Al-Maghrib, font état d'une décélération pour les deux derniers trimestres de l'année en cours suivie d'une quasi-stagnation en 2012.

### 6.1.2 Environnement national

Conformément aux hypothèses du RPM précédent, l'économie marocaine devrait continuer son

évolution favorable au cours de l'année 2011, tirée principalement par la demande intérieure. En effet, les perspectives d'évolution des valeurs ajoutées agricole et non agricole attestent d'une progression continue attribuable au bon déroulement de la campagne agricole 2010-2011 et à la consolidation des composantes de la demande privée. La demande étrangère adressée au Maroc, quant à elle, a affiché un redressement notable durant le premier semestre de l'année en cours. Toutefois, son évolution demeure tributaire de la dynamique de la croissance chez nos principaux pays partenaires.

Les dernières estimations du Ministère de l'Agriculture pour la campagne agricole 2010-2011 tablent sur une production céréalière de 84 millions de quintaux. Ce chiffre légèrement revu à la baisse par rapport au trimestre précédent (74,6 millions de quintaux), excède la production céréalière de la campagne agricole 2009-2010. Par conséquent, la contribution du secteur primaire dans la croissance globale pour l'année en cours serait positive comparativement à l'année passée. Concernant la campagne agricole 2011-2012, et compte tenu du manque de visibilité, nous retenons comme scénario central une production céréalière moyenne de l'ordre de 68 millions de quintaux. Comparativement aux exercices précédents, BAM a revu à la hausse la définition de la production céréalière d'une campagne agricole moyenne, établie jusqu'alors à 60 millions de quintaux, en raison de l'évolution de la superficie des cultures céréalières et de leurs rendements durant les dix dernières années.

Pour sa part, l'activité non agricole en 2011 devrait continuer à croître au même rythme soutenu que celui enregistré en 2010. Cette progression serait imputable à la vigueur du secteur minier, à la reprise du secteur du BTP et au dynamisme des industries de transformation. Dans l'ensemble, la valeur ajoutée non agricole bénéficierait du renforcement de la consommation finale des ménages et d'une évolution globalement favorable de l'investissement privé.

A ce titre, la demande exprimée par les ménages se serait maintenue, d'une part, grâce à l'amélioration de leur pouvoir d'achat dans le sillage des augmentations salariales, des retombées positives de la campagne agricole 2010-2011 et de la hausse des transferts des MRE et, d'autre part, en raison de la modération des prix et du maintien des crédits à la consommation malgré le ralentissement qu'ils ont accusé cette année.

L'évolution favorable de l'investissement privé découle notamment de l'amélioration des crédits à l'équipement et du redressement des importations en biens d'équipement. Enfin, malgré les pressions exercées par les charges de compensation sur le budget de l'Etat, l'investissement des administrations publiques resterait conséquent.

Ces perspectives laissent ainsi présager la poursuite de la progression de la valeur ajoutée hors agriculture durant l'année 2011, comme prévu dans le cadre du RPM précédent. Dans ces conditions, nous retenons un taux de croissance du PIB non agricole compris dans une fourchette allant de 4,5% à 5,5%.

En définitive, les prévisions de BAM pour la croissance globale n'ont pas connu de révision, relativement au trimestre précédent et un taux de croissance se situant entre 4,5% et 5,5% est toujours anticipé.

Les dernières données relatives au marché du travail datant du deuxième trimestre de l'année 2011 font état d'une hausse du taux de chômage national de 0,5%, comparativement à la même période de l'année 2010, pour se situer à 8,7%. Cette aggravation a été plus prononcée en milieu urbain qu'en milieu rural. En effet, le taux de chômage urbain est passé de 12,7% à 13,5% tandis que le taux de chômage rural a légèrement progressé de 3,3% à 3,6% sur la même période.

S'agissant des évolutions de l'emploi, hormis le secteur des services qui a contribué à la création de 125 000 emplois, les autres secteurs de l'économie

ont accusé des pertes. Ainsi, le secteur de l'agriculture, forêt et pêche a enregistré une perte de 83 000 postes, suivi par le secteur industriel (y compris l'artisanat) avec la destruction de 66 000 postes et le secteur du BTP avec un effectif de 65 000.

Néanmoins, les perspectives d'emploi dans le secteur industriel laissent présager un redressement pour le trimestre en cours. En effet, selon l'enquête trimestrielle de conjoncture élaborée par BAM, les industriels prévoient une augmentation de l'effectif global employé dans l'ensemble des branches industrielles, à l'exception des industries du textile et du cuir qui devraient enregistrer une stagnation.

Par ailleurs, conformément aux décisions prises dans le cadre du dialogue social, nous retenons comme hypothèse un niveau de SMIG de 11,70 Dh/heure sur les quatre premiers trimestres de l'horizon de prévision et de 12,24 Dh/heure à partir du cinquième trimestre.

Enfin, dans un contexte international marqué par une décélération de la demande mondiale et par une forte volatilité des marchés financiers, le FMI dans sa dernière édition a légèrement revu à la baisse ses prévisions du prix du baril de Brent qui devraient se situer à 106,34 dollars en 2011 et 109,25 dollars en 2012. La Banque Mondiale, quant à elle, table sur des cours de baril de 107,2 dollars et de 102,1 dollars respectivement pour les années 2011 et 2012.

Bien qu'une atténuation des prix des produits énergétiques soit attendue, les charges de compensation continueraient d'exercer des pressions sur le déficit budgétaire en 2011, toutefois, compte tenu de l'engagement du gouvernement, les prix des carburants ne devraient pas connaître un renchérissement durant les prochains mois de cette année. S'agissant de l'année 2012, en vertu de l'hypothèse initiale relative au prix du Baril de pétrole adoptée dans le cadre du projet de la Loi de finances et de l'orientation générale de maintien

du pouvoir d'achat des ménages, une stagnation du prix du gasoil à la pompe à 7,15 DH le litre est retenue dans le scénario central de prévision.

## 6.2 Prévision d'inflation et balance des risques

Dans l'hypothèse de la non-matérialisation des principaux risques décrits ci-dessous, la prévision centrale à l'horizon des six prochains trimestres devrait se situer à 2%. Ce niveau, proche du taux moyen prévu dans le cadre du dernier Rapport sur la politique monétaire qui s'établissait à 1,9%, demeure en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. La prévision de l'inflation pour l'année 2011 fait ressortir un taux moyen de l'ordre de 1,3%, soit un niveau similaire à celui de 1,4% prévu dans l'exercice précédent.

Ainsi, la prévision de l'inflation au cours du troisième trimestre de l'année 2011 devrait se situer autour de 1,8% au lieu de 1,6% communiqué lors du RPM précédent. Au quatrième trimestre de l'année en cours, un taux identique à celui anticipé dans l'exercice précédent (1,7%) est attendu. Enfin, au premier semestre de l'année 2012, l'inflation devrait s'établir en moyenne à 2,3% au lieu de 2,5%. Quant au deuxième semestre, les estimations tablent sur un taux moyen de 1,8% (voir Tableau 6.1).

Ces prévisions sont effectuées sur la base d'hypothèses considérées comme les plus probables. Cependant, il existe plusieurs sources d'incertitudes provenant aussi bien de l'évolution future des variables exogènes que des modèles utilisés pour la prévision, qui peuvent impacter à la hausse comme à la baisse le niveau d'inflation prévu. L'analyse de la balance des risques permet de dégager une fourchette de prévision, représentée sous la forme d'un fan chart. Il s'agit d'une évaluation probabiliste des régions d'incertitudes qui entourent la prévision centrale (voir Graphique 6.1).



Le fan chart de cet exercice de prévision laisse entrevoir une légère asymétrie vers le bas, impliquant une probabilité élevée de déviation de l'inflation vers un niveau inférieur à celui de la prévision centrale. Cette asymétrie découle de risques désinflationnistes potentiels, liés à une détente des pressions sur les prix à l'importation. En effet, une baisse plus accentuée des cours des matières premières, en lien avec le repli de la demande mondiale conjugué à la forte volatilité des marchés financiers, peut influencer sur l'évolution future des prix à l'importation.

La matérialisation d'un ou plusieurs de ces risques pourrait conduire à une déviation du niveau de l'inflation par rapport à la prévision centrale, avec une valeur comprise (avec une probabilité de 90%) dans la fourchette de prévision représentée sur le fan chart.

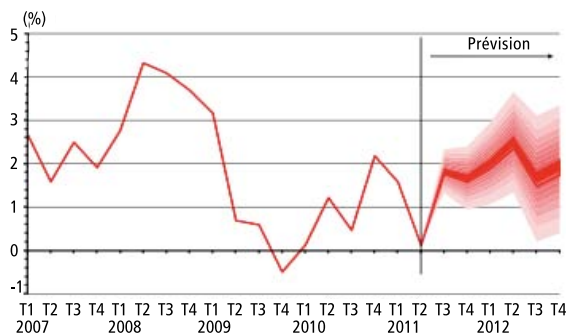
**Tableau 6.1 : Prévision de l'inflation pour 2011 T3 – 2012 T4**

	2011		2012		Moyenne		HP*		
	T3	T4	T1	T2	2011	2012			
<b>Prévision centrale (%)</b>	1,8	1,7	2,0	2,5	1,7	2,0	1,3	2,1	2,0

(Données trimestrielles, en glissement annuel)

\* (HP) Horizon de prévision

**Graphique 6.1 : Projections de l'inflation 2011 T3 - 2012 T4**  
(Données trimestrielles, en glissement annuel)



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



بنك المغرب  
بنك المغرب

بنك المغرب  
بنك المغرب

Dépôt légal : 2007/0033

**BANK AL-MAGRIB**

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

Tél. :(212) 5 37 57 41 04 / 05 37 57 41 05

Fax :(212) 5 37 57 41 11

E mail : [deri@bkam.ma](mailto:deri@bkam.ma)

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

بنك المغرب