



◆ **RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE** ◆

N° 12 / 2009

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 1^{er} octobre 2009





Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 1^{er} octobre 2009



بنك المغرب
بنك المغرب

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

AEN	: Avoirs Extérieurs Nets
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
DH	: Dirham
FBCF	: Formation Brute de Capital Fixe
FD	: Facilité de dépôt
FMI	: Fonds Monétaire International
HCP	: Haut Commissariat au Plan
ICV	: Indice du Coût de la Vie
IDE	: Investissements directs étrangers
IMME	: Industries Mécaniques, Métallurgiques, Electriques et Electroniques
INAC	: Institut National d'Analyse et de Conjoncture
IPM	: Indice des prix à l'importation
IPPI	: Indice des prix à la production industrielle
ISM	: Indice des salaires moyens
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
PER	: Price Earnings Ratio
PIB	: Produit Intérieur Brut
PL	: Placements liquides
RPM	: Rapport sur la politique monétaire
PME	: Petites et Moyennes Entreprises
RL	: Reprise de liquidités
SMIG	: Salaire Minimum Interprofessionnel Garanti
TIC	: Taxe Intérieure de Consommation
TMP	: Taux Moyen Pondéré
TUC	: Taux d'Utilisation des Capacités de production
TVA	: Taxe sur la Valeur Ajoutée
VA	: Valeur Ajoutée

SOMMAIRE

Liste des graphiques, des tableaux et des encadrés	5
Communiqué de presse	9
Aperçu général	11
1. Orientation de l'offre et de la demande globale	13
1.1 Production	13
1.2 Consommation	16
1.3 Investissement	17
1.4 Commerce extérieur	19
2. Pressions sur les capacités de production et marché du travail	21
2.1 Tensions sur les capacités de production	21
2.2 Tensions sur le marché du travail	23
3. Environnement international et prix à l'importation	26
3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde	26
3.2 Inflation dans le monde	30
3.3 Prix du pétrole	30
3.4 Prix des matières premières	31
3.5 Indice des valeurs unitaires à l'importation du Maroc	33
4. Conditions monétaires et prix des actifs	34
4.1 Conditions monétaires	34
4.2 Prix des actifs	41
5. Evolution récente de l'inflation	43
5.1 Evolution de l'inflation	43
5.2 Biens et services	44
5.3 Biens échangeables et non échangeables	45
5.4 Indice des prix à la production industrielle	46
6. Perspectives de l'inflation	48
6.1 Hypothèses du Scénario de base	48
6.2 Prévision d'inflation et balance des risques	50

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Evolution trimestrielle, en glissement annuel, du PIB, de la valeur ajoutée agricole et non agricole	14
Graphique 1.2	: Contributions en points de pourcentage des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance de la valeur ajoutée globale, en glissement annuel	14
Graphique 1.3	: Contributions en points de pourcentage des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance de la valeur ajoutée globale, en glissement trimestriel	14
Graphique 1.4	: Evolution, en glissement annuel, des valeurs ajoutées	15
Graphique 1.5	: Evolution, en glissement annuel, de la valeur ajoutée non agricole trimestrielle	15
Graphique 1.5	: Evolution en glissement annuel de la valeur ajoutée non agricole trimestrielle et de la demande étrangère	15
Graphique 1.7	: Evolution en glissement annuel de la valeur ajoutée du BTP et des ventes trimestrielles cumulées de ciments et des crédits immobiliers	16
Graphique 1.8	: Production industrielle passée et prévue	16
Graphique 1.9	: Contributions des branches d'activités à la croissance globale	16
Graphique 1.10	: Evolution trimestrielle, en glissement annuel, de la consommation finale des ménages, des crédits à la consommation, et des recettes voyages	17
Graphique 1.11	: Evolution trimestrielle, en glissement annuel, de la formation brute de capital fixe, de la valeur ajoutée non agricole, et des crédits à l'équipement	18
Graphique 1.12	: Evolution du climat général des affaires et des dépenses d'investissement	18
Graphique E 1.1	: Solde budgétaire mensuel	18
Graphique E 1.2	: Dépenses d'investissement du budget	19
Graphique 2.1	: Output-gap global	21
Graphique 2.2	: Output-gap non agricole	21
Graphique 2.3	: Output-gap non agricole et inflation sous-jacente	22
Graphique 2.4	: Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie	22
Graphique 2.5	: Productivité apparente du travail	22
Graphique 2.6	: Evolution des composantes du coût unitaire de production par secteur	22
Graphique 2.7	: Croissance non agricole et chômage urbain	23
Graphique 2.8	: Taux de chômage en milieu urbain	23
Graphique 2.9	: Evolution de la structure du chômage par âge	24
Graphique 2.10	: Evolution de l'emploi selon les secteurs	24
Graphique 2.11	: Indice des salaires moyens dans le secteur privé en termes nominal et réel	24
Graphique 2.12	: SMIG trimestriel en termes nominal et réel	25
Graphique 3.1	: Evolution du spread OIS-LIBOR	26
Graphique 3.2	: Evolution du TED spread	26
Graphique 3.3	: Evolution des Credit Default Swaps dans les pays émergents	27
Graphique 3.4	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées	27
Graphique 3.5	: Evolution de l'indice MSCI EM	27
Graphique 3.6	: Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro	28
Graphique 3.7	: Evolution du PIB en % dans le monde, dans la zone euro et les pays partenaires	28

Graphique 3.8	: Evolution du PIB en % dans les économies émergentes.....	28
Graphique 3.9	: Output-gap des principaux pays partenaires en	29
Graphique 3.10	: Indicateur composite avancé pondéré des pays partenaires.....	30
Graphique 3.11	: Cours mondial du pétrole en dollar	30
Graphique 3.12	: Indice des prix des produits alimentaires et des métaux et minerais	31
Graphique 3.13	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés	31
Graphique 3.14	: Perspectives d'évolution des indices des prix des matières premières	31
Graphique 3.15	: Indice des prix à l'import hors énergie	32
Graphique 3.16	: Indice des prix à l'import des produits alimentaires	32
Graphique 3.17	: Indice des prix à l'import des produits miniers	32
Graphique 3.18	: Indice des prix à l'import des demis-produits	32
Graphique 3.19	: Evolution de l'indice des prix des matières premières mondial et de l'IPM hors énergie national	33
Graphique 4.1	: Evolution du taux interbancaire.....	34
Graphique 4.2	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché des valeurs du Trésor	34
Graphique E 4.1.1	: Evolutions de la position de liquidité et du TMP en moyenne trimestrielle.....	35
Graphique E 4.1.2	: Position de liquidité	35
Graphique E 4.1.3	: Variation des réserves obligatoires.....	36
Graphique E 4.1.4	: Evolution de l'effet des facteurs de liquidité	36
Graphique E 4.1.5	: Intervention 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 4.4	: Taux interbancaire et taux débiteurs	37
Graphique 4.5	: Croissance annuelle de M3 et sa tendance	37
Graphique 4.6	: Excédent monétaire	38
Graphique 4.7	: Evolution annuelle des composantes de M3	38
Graphique 4.8	: Croissance annuelle des dépôts à vue par agent économique.....	38
Graphique 4.9	: Croissance annuelle du crédit bancaire et sa tendance.....	38
Graphique 4.10	: Structure des crédits par agent économique.....	39
Graphique 4.11	: Evolution annuelle des principales catégories du crédit bancaire	39
Graphique 4.12	: Evolution des crédits par branche d'activité.....	39
Graphique 4.13	: Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets	39
Graphique 4.14	: Evolution trimestrielle des créances nettes sur l'Etat	40
Graphique 4.15	: Contributions des principales contreparties à la croissance de la masse monétaire	40
Graphique 4.16	: Evolution annuelle des placements liquides	40
Graphique 4.17	: Evolution des titres des OPCVM monétaires et obligataires	40
Graphique 4.18	: PL4 et MASI	41
Graphique 4.19	: Taux de change du dirham	41
Graphique 4.20	: Taux de change effectif du dirham	41
Graphique 4.21	: Indices boursiers.....	42
Graphique 4.22	: Evolution des indices setoriels en glissement trimestriel, T2 2009/T1 2009	42
Graphique 5.1	: Inflation et inflation sous-jacente	43

Graphique 5.2	: Contributions des principales composantes au glissement annuel de l'inflation	43
Graphique 5.3	: Prix du carburant à la pompe et prix du transport privé.....	44
Graphique 5.4	: Cours mondial du pétrole et des services hors transport privé par rapport à l'inflation	45
Graphique 5.6	: Contributions des prix des biens et services à l'inflation	45
Graphique 5.7	: Ecart des taux d'inflation entre biens transformés et services hors transport privé.....	46
Graphique 5.8	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables	46
Graphique 5.9	: Contributions des échangeables et non échangeables à l'inflation	46
Graphique 5.10	: Evolution des indices des prix à la production industrielle.....	47
Graphique 5.11	: Contribution des principales rubriques à l'indice des prix à la production manufacturière	47
Graphique 5.12	: Indice de l'industrie de raffinage	47
Graphique 5.13	: Evolution des prix des produits alimentaires au Maroc et sur les marchés internationaux	47
Graphique 6.1	: Perception de l'inflation selon les chefs des entreprises pour les trois prochains mois	49
Graphique 6.2	: Projections de l'inflation, 2009 T3-2010 T4	50
Graphique E 6.1	: Evolution des prix au Maroc comparée à celle d'un échantillon de pays de l'OCDE	51

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1	: Evolution du PIB trimestriel aux prix chaînés.....	13
Tableau 1.2	: Evolution, en glissement annuel, de la balance commerciale à fin juillet 2009.....	19
Tableau 2.1	: Indicateurs trimestriels d'activité et de chômage par milieu de résidence	23
Tableau 3.1	: Evolution de la croissance dans le monde	28
Tableau 3.2	: Evolution récente de l'inflation dans le monde	30
Tableau 3.3	: Prévisions du prix actuel du pétrole	30
Tableau 3.4	: Evolution des futures et des prévisions de blé	31
Tableau 4.1	: Evolution des taux de rendement des bons du Trésor à court terme sur le marché primaire	34
Tableau 4.2	: Taux créditeurs	35
Tableau 4.3	: Valorisation du marché des actions	42
Tableau 5.1	: Inflation et composantes	44
Tableau 5.2	: Prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur	44
Tableau 5.3	: Indices des prix des biens et services	45
Tableau 5.4	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables.....	46
Tableau 6.1	: Prévision de l'inflation pour 2009 T3-2010 T4	50

LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 1.1	: Evolution de l'exécution du budget 2009 à fin juillet	18
Encadré 4.1	: Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire.....	35
Encadré 6.1	: Un nouveau modèle statistique à changement structurel de régime pour la prévision de l'inflation	51

بنك المغرب
بنك المغرب

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu sa réunion trimestrielle le jeudi 1^{er} octobre 2009.
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 de l'année 2010.
3. Il a ainsi noté que la transmission de la baisse des cours mondiaux aux prix domestiques se poursuit comme le reflète l'évolution des prix des biens échangeables, des prix à l'importation et des prix à la production industrielle. L'inflation, en glissement annuel, s'est en effet établie à -1% en juillet et à -0,9% en juin. En août, elle est ressortie à 0% consécutivement à l'augmentation des prix de certains produits alimentaires frais. Cette tendance est confirmée par l'évolution de l'inflation sous-jacente qui s'est maintenue autour de -0,6% depuis juin dernier.
4. Malgré certains signes de reprise, qui restent toutefois mitigés, et la poursuite de la normalisation des marchés des capitaux, l'activité au plan international reste atone. L'output gap de nos principaux partenaires devrait, en effet, rester négatif au cours des prochains trimestres et affecter les performances de l'économie nationale à travers les canaux des exportations des biens et services et des transferts.
5. Dans ce contexte, la croissance des activités non agricoles demeurerait en deçà de son potentiel. L'output gap non agricole, plus pertinent pour l'évaluation des risques inflationnistes, devrait, en effet, rester négatif au cours des prochains trimestres. Toutefois, la croissance globale, pour l'année en cours, devrait se situer entre 5% et 6%, soit un rythme proche de celui atteint en 2008, en raison de la bonne performance des activités agricoles.
6. Pour sa part, l'analyse des conditions monétaires montre la poursuite du ralentissement de la création monétaire avec une hausse annuelle de l'agrégat M3 limitée à 6,4% en août, après 6,8% en juillet et 8,3% au cours du deuxième trimestre. Le crédit, bien qu'en décélération depuis le troisième trimestre 2008, demeure, cependant, relativement dynamique avec une hausse de 14,5% en août contre 16,6% en juillet et 18,3% au premier semestre 2009.
7. Sur cette base, la prévision de l'inflation au terme de l'horizon de prévision, soit le quatrième trimestre de l'année 2010, a été revue à la baisse en comparaison avec les prévisions publiées dans le Rapport sur la politique monétaire de juin 2009, revenant de 2,6% à environ 2%. En raison de la baisse des prix et de l'atonie de la demande au niveau international, l'inflation devrait atteindre un point bas en 2009, ce qui se traduit par une révision à la baisse plus sensible en moyenne sur l'horizon de prévision, soit 1,1% au lieu de 2,4%. Concernant l'inflation sous-jacente, elle devrait être négative en 2009 et demeurer inférieure à 2% au terme de l'horizon de prévision.

8. Au total, les risques au plan des perspectives d'inflation sont globalement orientés à la baisse au cours des prochains trimestres. Les différents facteurs de risque continuent d'indiquer une modération sensible des pressions inflationnistes, en raison notamment du niveau bas des prix des matières premières et de l'inflation à l'échelle internationale et du reflux des pressions émanant de la demande, particulièrement extérieure. La volatilité des prix sur les marchés internationaux des produits de base, en particulier du pétrole, est toutefois une source d'incertitude.
9. Dans ce contexte, caractérisé par une orientation à la baisse des risques sur la stabilité des prix et une prévision de l'inflation en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, le Conseil a décidé de maintenir le taux directeur à 3,25%.
10. Notant l'ampleur et le caractère durable du besoin de liquidité sur le marché monétaire et compte tenu des prévisions d'évolution des facteurs de liquidité, le Conseil a décidé de réduire le taux de la réserve monétaire de 2 points de pourcentage, pour le ramener à 8% à compter du 1er octobre 2009.

Rabat, le 1^{er} octobre 2009

APERÇU GÉNÉRAL

La transmission de la baisse des cours mondiaux aux prix domestiques continue comme il ressort de l'évolution des prix à l'importation, des prix à la production industrielle et des prix des biens échangeables. L'inflation en glissement annuel s'est établie à 0% en août, après -1% en juillet et -0,9% en juin. Cette évolution est essentiellement attribuable au maintien des prix mondiaux des produits de base à des niveaux largement inférieurs à ceux observés durant la même période de l'année précédente dans un contexte de ralentissement marqué de la croissance et de l'inflation mondiale. Pour sa part, l'indicateur de l'inflation sous jacente, qui reflète la tendance fondamentale des prix, a enregistré une baisse de 0,6% en août. Le recul de l'inflation se reflète également au niveau des prix à la production industrielle, dont la baisse en rythme annuel a atteint 21,2% en juillet, après 20,5%, en juin.

Au niveau de la conjoncture internationale, la normalisation des marchés des capitaux s'est poursuivie au deuxième et troisième trimestre. La sortie du marché interbancaire de la période d'aversion extrême au risque s'est confirmée, le marché obligataire a quasiment recouvré son fonctionnement normal et les indices boursiers ont connu un redressement notable, particulièrement dans les marchés émergents. En revanche, l'atonie du marché du crédit persiste ; les concours des banques au secteur privé dans les pays industrialisés continuant d'évoluer à des rythmes annuels largement en deçà de leurs tendance de long terme, voire négatifs pour certains pays, en ce dépit de l'évolution favorable sur le marché monétaire. Au plan réel, les signes précurseurs de stabilisation de l'activité observés au deuxième trimestre 2009, après plusieurs trimestres de contraction, ont été confirmés par les données relatives aux indicateurs mensuels. En rythme annuel, la récession mondiale devrait cependant se poursuivre jusqu'à la fin de l'année en cours, avant de céder place en 2010 à une reprise partielle et graduelle, dont l'ampleur demeure tributaire de l'efficacité des mesures de relance et de la dynamique des marchés du crédit.

En dépit des signes de reprise ainsi observés, la conjoncture internationale continue de constituer une source de chocs défavorables pour l'économie nationale comme le montre la persistance d'un output gap négatif chez les principaux partenaires du Maroc. Si la croissance agricole exceptionnelle s'est davantage concrétisée à la lumière des données relatives au deuxième trimestre et au mois de juillet, les activités non agricoles n'ont connu qu'un léger redressement, avec un rythme annuel prévu à près de 1% au deuxième trimestre et à 1,3% au troisième trimestre 2009. Sur l'ensemble de l'année 2009, la Banque a maintenu ses prévisions de croissance dans un intervalle de 5% à 6%, qui recouvre une forte expansion de la valeur ajoutée agricole et une progression du PIB non agricole largement inférieure à la moyenne des cinq dernières années. Dans ces conditions, l'output gap global devrait rester positif, tandis que celui non agricole, l'un des principaux déterminants des risques inflationnistes considérés par la Banque, devrait afficher une valeur négative.

Les résultats de l'enquête de conjoncture dans l'industrie de Bank Al-Maghrib pour le mois de juillet, contrairement à ceux relatifs au premier trimestre 2009, laissent indiquer certains signes de reprise, à l'exception des branches les plus vulnérables à la demande étrangère. Globalement, le taux d'utilisation des capacités de production a connu une légère amélioration au cours des trois derniers mois, mais demeure toutefois inférieur à son niveau moyen observé depuis le lancement de l'enquête, et les perspectives d'évolution à court terme du chiffre d'affaires semblent aujourd'hui plus prometteuses selon les chefs d'entreprises. Quant aux données de l'emploi, elles font ressortir un

taux de chômage en recul de 1 point de pourcentage durant le deuxième trimestre 2009, traduisant une baisse aussi bien du taux de chômage rural, en liaison avec la performance de l'activité agricole, qu'urbain, en dépit du ralentissement de l'activité non agricole.

Au niveau des conditions monétaires, les données les plus récentes indiquent la poursuite du ralentissement du rythme annuel d'expansion de la monnaie et de la décélération graduelle du crédit. Le rythme de progression de M3 est revenu à 6,8% en juillet, après 8,3% au deuxième trimestre, situant l'excédent monétaire des agents non financiers à un niveau quasi-nul au deuxième trimestre. Tout en demeurant supérieur à sa tendance de long terme, le rythme annuel de distribution du crédit a poursuivi sa décélération graduelle en juillet, avec 16,6% contre 18,3% au premier semestre. Néanmoins, l'évolution d'un mois à l'autre indique un léger redressement du crédit bancaire pour l'ensemble des catégories. S'agissant des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib indiquent qu'ils se sont inscrits en baisse entre le premier et le deuxième trimestre 2009 ; période au cours de laquelle le taux directeur de la Banque centrale a été réduit de 25 points de base. L'assouplissement des conditions débitrices a concerné pour l'essentiel les crédits de trésorerie et d'équipement accordés aux entreprises.

L'examen de l'ensemble de ces éléments tend à indiquer que les pressions sur l'inflation seront modérées au cours des prochains trimestres. La prévision centrale de l'inflation à l'horizon des six prochains trimestres a été sensiblement révisée à la baisse par rapport à celle annoncée dans le Rapport sur la politique monétaire de juin 2009. Cette révision s'explique pour l'essentiel par l'atonie marquée de la conjoncture économique internationale et ses répercussions sur la croissance non agricole nationale, ainsi que par la décréue des prix mondiaux des matières premières et de l'inflation chez les principaux partenaires du Maroc.

En conséquence, au terme de l'horizon de prévision, soit le quatrième trimestre de l'année 2010, l'inflation devrait se situer autour de 2%. Sur l'horizon de prévision, l'inflation moyenne se situe à 1,1% contre 2,4% dans le Rapport sur la politique monétaire de juin 2009. Pour l'ensemble de l'année 2009, l'inflation s'établirait en moyenne à 1,2% au lieu d'un taux de 2,8% publié en juin, soit un écart de 1,6% résultant principalement de l'effet de la diminution des prix des produits de base. Le mouvement de baisse marquée de l'inflation observé depuis le début de l'année, a été amplifié par la forte baisse non anticipée durant les mois de juin et juillet des prix de certains produits frais.

Pour les prochains trimestres, les risques pesant sur la stabilité des prix sont globalement orientés à la baisse. Au plan externe, ils sont liés à la poursuite des effets défavorables de la conjoncture chez nos principaux partenaires tel qu'il ressort de l'indicateur de demande étrangère adressée au Maroc. La volatilité des prix des matières premières constitue toutefois une source d'incertitude importante. Pour leur part, les facteurs de risques d'origine interne sont orientés à la baisse, notamment du fait du reflux des pressions émanant de la demande dont l'ampleur reste tributaire de l'évolution des activités non agricoles.

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

La croissance de l'activité non agricole a poursuivi sa nette décélération pour s'établir à 0,6% au premier trimestre 2009, après 1,2% au quatrième trimestre 2008, soit à un rythme inférieur à la moyenne de 5,1% des trois premiers trimestres 2008. Les indicateurs relatifs à l'activité nationale hors agriculture parus en juillet et août révèlent qu'un point bas devrait avoir été touché et que les activités non agricoles devraient légèrement se redresser, avec un rythme annuel prévu à 0,8% au deuxième trimestre et à 1,3% au troisième trimestre. Sur l'ensemble de l'année 2009, la croissance devrait se maintenir, comme en 2008, entre 5% et 6%, sous l'effet de la forte expansion de la valeur ajoutée agricole, la croissance nationale hors agriculture devrait évoluer dans un intervalle de 2% à 3%, rythme sensiblement inférieur à celui de 4,9% enregistré en moyenne au cours des cinq dernières années. La demande intérieure, quoiqu'à un rythme inférieur devrait continuer à alimenter la croissance nationale, à la faveur du renforcement de l'investissement public et de la poursuite de la bonne orientation de la consommation, tandis que celle des biens et services émanant de nos principaux partenaires devrait demeurer faible. En définitive, l'orientation prévisible de l'offre et de la demande globale tend à indiquer que les pressions sur les prix devraient rester limitées au cours des prochains trimestres.

1.1 Production

En 2009, la croissance nationale devrait se situer entre 5% et 6%, à la faveur d'une campagne agricole largement supérieure à la moyenne. Par ailleurs, les activités non agricoles évolueraient à un rythme inférieur à celui de 4,9% enregistré au cours de la période 2004-2008.

Les répercussions de la crise mondiale sur l'économie nationale se sont accentuées au cours du premier trimestre de l'année en cours. La croissance de la valeur ajoutée non agricole s'est limitée à 0,6% après 1,2% un trimestre auparavant. Le secteur touristique et les branches industrielles, orientées principalement à l'exportation, ainsi que le transport et le commerce ont été particulièrement affectés par la détérioration de la demande étrangère adressée au Maroc. Toutefois, les résultats exceptionnels de l'activité agricole durant la campagne agricole 2008-2009 ont permis de maintenir la croissance à un rythme supérieure à 3% au premier trimestre 2009.

La croissance du PIB est estimée à 4,5% au deuxième trimestre et devrait atteindre 5,2% au troisième trimestre, en liaison avec la poursuite des performances exceptionnelles des activités primaires et une légère reprise des activités non agricoles, elle-même attribuable à la stabilisation de l'activité chez les principaux partenaires du Maroc.

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

(en glissement annuel)

Branches d'activités	2008				2009		
	TI	TII	TIII	TIV	TI	TII(p)	TIII(p)
Agriculture	16,0	16,6	16,1	16,6	26,8	31,1	28,5
VA non agricole	6,2	4,8	4,3	1,2	0,6	0,8	1,3
Industrie*	5,6	3,4	1,6	-6,7	-7,3	-1,9	-0,3
Electricité et eau	8,8	7,3	4,1	3,4	6,1	4,5	4,1
Bâtiment et travaux publics	11,9	9,1	11,8	5,1	-0,2	1,9	2,6
Commerce	6,9	6,6	3,6	1,0	0,7	1,7	2,1
Hôtels et restaurants	0,5	1,3	1,1	0,2	-7,8	-4,4	-4,7
Transports	4,6	4,1	2,1	-0,1	0,3	0,5	0,7
Postes et télécommunications	10,0	12,7	8,1	4,1	2,0	2,4	2,2
"Administration publique générale et sécurité sociale"	3,1	3,6	4,2	4,9	6,0	5,8	5,4
Autres services**	6,4	5,0	3,5	1,5	5,0	4,9	5,1
VA au prix de base	7,4	6,4	5,8	3,1	4,2	4,7	5,0
Impôts sur les produits nets des subventions	5,9	6,0	5,1	3,0	0,6	1,0	1,3
PIB hors agriculture	6,2	5,0	4,4	1,4	0,6	0,8	1,3
Produit intérieur brut	7,2	6,3	5,7	3,1	3,7	4,5	5,2

(*) Comprenant l'industrie extractive, l'industrie du raffinage et hors raffinage

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

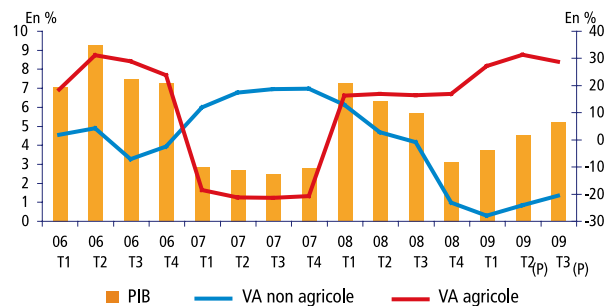
Sources : HCP, estimations et prévisions de BAM

Ainsi, la valeur ajoutée agricole devrait croître respectivement de 31,1% et 28,5% au deuxième et au troisième trimestre 2009. La production des cultures de printemps devrait atteindre des niveaux satisfaisants, à la faveur des programmes de reconversion des cultures perdues suite à l'abondance des précipitations survenues en février 2009, principalement dans la région du Gharb. Au total, à l'exception de la production des cultures sucrières qui enregistrerait une baisse par rapport à l'année précédente, à cause des difficultés d'accès au champs dans les régions du Gharb et du Loukkos et de la limitation des dotations en eau dans les périmètres de Doukkala, les autres composantes de la production agricole devraient enregistrer une bonne récolte.

Au niveau du secteur secondaire, après une baisse estimée à 0,3% au deuxième trimestre 2009, la valeur ajoutée devrait augmenter de 0,8% au troisième trimestre, sous réserve de la non matérialisation des risques entourant la reprise des branches les plus sensibles aux fluctuations de la conjoncture internationale.

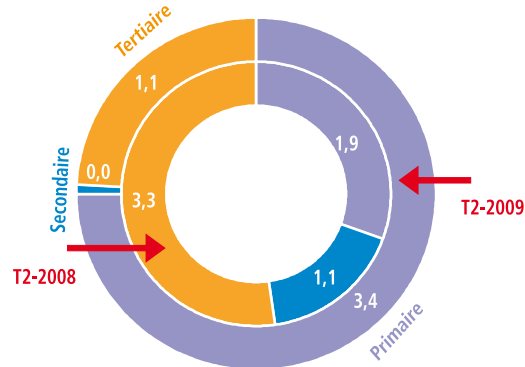
L'activité dans l'industrie y compris l'industrie extractive et le raffinage de pétrole semble connaître quelques signes de reprise au deuxième trimestre 2009. Ceci se reflète à travers l'évolution de la consommation à haute tension d'électricité, qui s'est accrue de 2,8% en mai et de 6,8% en juin, après le mouvement baissier observé depuis le début de l'année. Cette évolution est également confirmée par la progression, en glissement trimestriel, de la production marchande de l'OCF de 123,9% au second trimestre, en liaison avec la stratégie anticipative de l'office visant à constituer un stock commercialisable en prévision de la reprise de la demande sur le marché international. De même, les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib du mois de juillet révèlent des signes d'amélioration, avec notamment une hausse de la production et des ventes, ainsi que le maintien pour le troisième mois consécutif des stocks à leur niveau normal et du taux d'utilisation des capacités à un niveau supérieur à celui observé à fin 2008. Les anticipations des professionnels pour les trois prochains mois sont également

Graphique 1.1 : Evolution trimestrielle, en glissement annuel, du produit intérieur brut, de la valeur ajoutée agricole et non agricole



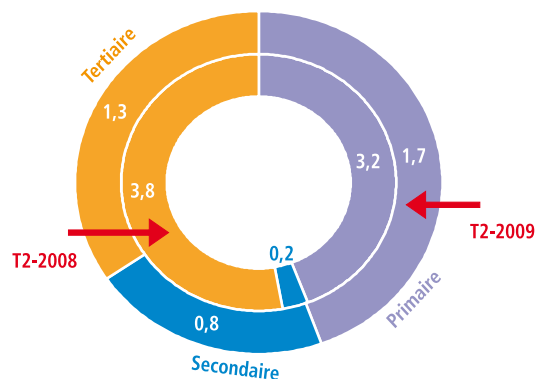
Sources : HCP, prévisions de BAM

Graphique 1.2 : Contributions en points de pourcentage des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance de la valeur ajoutée globale, en glissement annuel



Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM

Graphique 1.3 : Contributions en points de pourcentage des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance de la valeur ajoutée globale, en glissement trimestriel



Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM

favorables dans l'ensemble et suggèrent une amélioration de la production et des ventes.

La reprise semble également concerner la branche du bâtiment et travaux publics. Après avoir enregistré une baisse de 0,2% de sa valeur ajoutée au premier trimestre 2009, les indicateurs à haute fréquence laissent entrevoir une légère reprise de l'activité au deuxième et au troisième trimestre de cette année, de l'ordre de 1,9% et de 2,6% respectivement. En effet, les ventes cumulées de ciments, chiffrées à près de 4,1 millions de tonnes, ont connu une hausse de 3,9% au deuxième trimestre 2009. En outre, les crédits accordés au secteur se sont accrus de 17,3%.

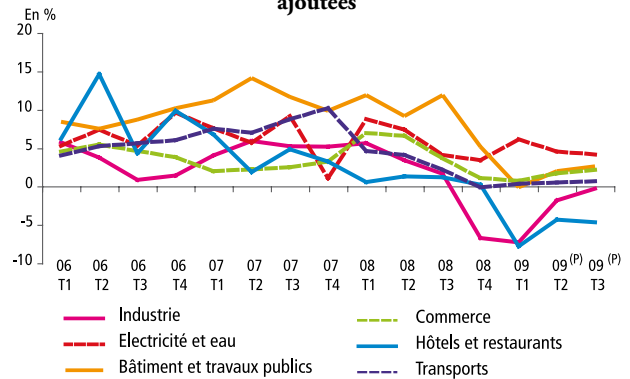
Le ralentissement qui a caractérisé le secteur tertiaire depuis le troisième trimestre 2008 devrait se poursuivre, avec une progression de 2,8% et de 3% respectivement au deuxième et au troisième trimestre 2009.

Dans le tourisme, à l'exception de la progression de 8% du nombre de touristes ayant visité le Maroc à fin juillet, les autres indicateurs du secteur se sont inscrits en repli. Les nuitées recensées au niveau des hôtels classés ont connu une régression de 2% ramenant ainsi le taux d'occupation de 46% à 42%. De même, les recettes de voyages se sont contractées de 11,5%, au cours de la même période s'établissant à près de 29 milliards de dirhams.

La valeur ajoutée du commerce devrait s'accroître de 2,1% au troisième trimestre, au lieu de 1,7% un trimestre auparavant et de 0,7% au premier trimestre. La branche étant très liée aux activités des autres secteurs, elle devrait bénéficier de l'évolution favorable des activités agricoles et du léger redressement des activités non agricoles.

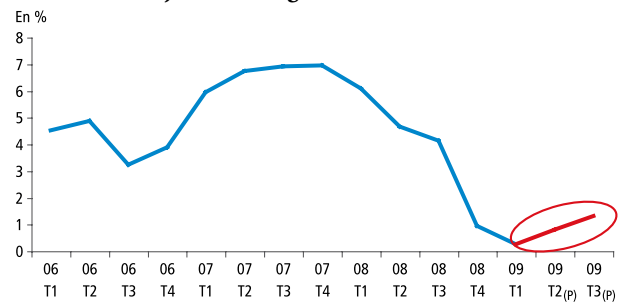
Quant au secteur du transport, sa valeur ajoutée n'a enregistré qu'une hausse limitée à 0,3% au premier trimestre 2009. Ce tassement est imputable d'une part à la contraction des transports maritimes et ferroviaires, suite à la chute des exportations du phosphate et de ses dérivés, et d'autre part à la baisse de l'activité

Graphique 1.4 : Evolution, en glissement annuel, des valeurs ajoutées



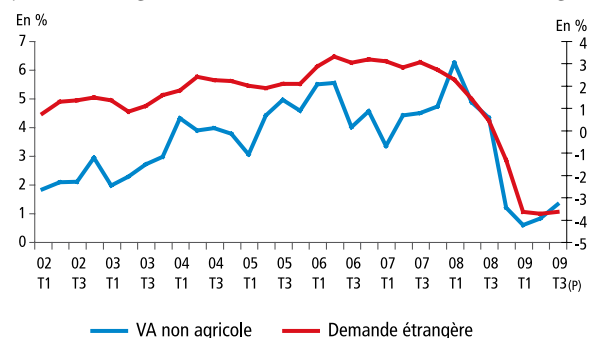
Sources : HCP, prévisions de BAM

Graphique 1.5 : Evolution, en glissement annuel, de la valeur ajoutée non agricole trimestrielle



Sources : HCP, prévisions de BAM

Graphique 1.6 : Evolution, en glissement annuel, de la valeur ajoutée non agricole trimestrielle et de la demande étrangère,



Sources : HCP, Commission européenne, OC, calcul et prévisions BAM

du transport aérien, fortement dépendante de la performance du secteur touristique. Au deuxième trimestre 2009, la progression de la valeur ajoutée du secteur est estimée à 0,5%.

La valeur ajoutée du secteur des postes et télécommunications a progressé à un rythme estimé à 2,4% au deuxième trimestre 2009. En effet, la hausse de 5,6%, en variation trimestrielle, enregistrée au niveau du marché de la téléphonie fixe et l'augmentation de 15,4% du parc global du marché Internet, au cours du deuxième trimestre 2009, ont été atténuées par la progression limitée à 0,1% dans le parc du marché mobile, ce qui a affaibli le dynamisme du secteur.

1.2 Consommation

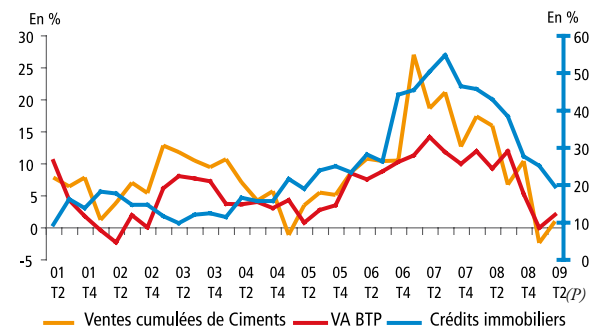
En 2009, la consommation finale nationale devrait croître à un rythme inférieur à celui de 2008, soit 7,3% contre 12,6%. La consommation finale des ménages augmenterait de 7,1% contre 14,1%, alors que la consommation finale des administrations publiques devrait progresser à un rythme supérieur à celui de l'année précédente.

L'évolution à fin juillet des principaux indicateurs relatifs à la consommation des ménages confirme la poursuite de sa décélération. Les transferts des MRE ont diminué de 12,1% et les recettes voyages de 11,5%. En outre, les importations de produits alimentaires ont enregistré une baisse en volume et en valeur respectivement de 4,3% et de 17,3% et les importations de produits finis de consommation ont connu une baisse en valeur de 3,1%, suite principalement au repli de 15,1% des importations de voitures de tourisme et des parties et pièces détachées pour voitures de tourisme.

Toutefois, l'amélioration des indicateurs du chômage observée au deuxième trimestre 2009, notamment pour ce qui est du taux de chômage urbain (Cf. Chapitre 2), conjuguée à celle de l'activité dans certains secteurs pourrait consolider le revenu des ménages.

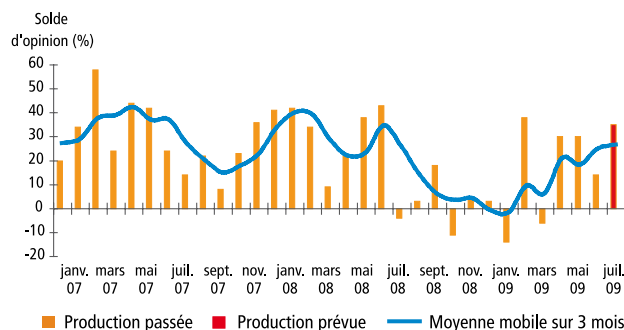
La consommation publique a enregistré, au terme des sept premiers mois de l'année, une

Graphique 1.7 : Evolution en glissement annuel de la valeur ajoutée du BTP et des ventes trimestrielles cumulées de ciments et des crédits immobiliers



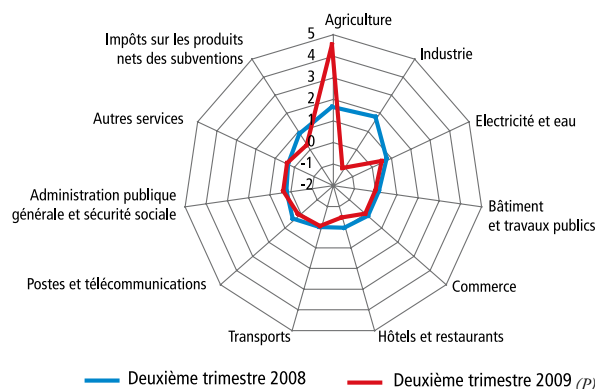
Sources : APC, prévision BAM

Graphique 1.8 : Production industrielle passée et prévue



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

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



Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM

augmentation de 10,1% des dépenses de fonctionnement, en liaison avec celles de 6,1% des charges de personnel et de 17,4% des dépenses au titre des autres biens et services. Compte non tenu des dépenses de compensation, en baisse de 65,4%, les dépenses ordinaires du Trésor se sont accrues de 8% à fin juillet 2009.

1.3 Investissement

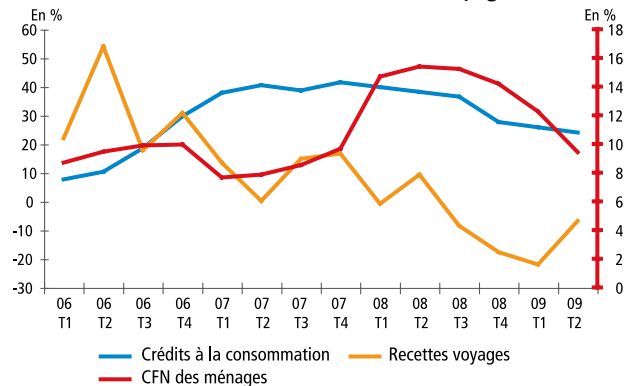
En lien avec le ralentissement de l'investissement privé, le rythme de progression de l'investissement marquerait une atténuation en 2009, la formation brute de capital fixe devant croître de 8,3% contre 18,3% une année auparavant.

Cette évolution prévisible est justifiée par celle des indicateurs mensuels à fin juillet. En effet, les importations de produits finis d'équipement ont baissé de 7,5%, recouvrant une contraction de 8,1% des acquisitions de produits finis d'équipement industriels et une hausse de 4,7% de celles des équipements agricoles, en liaison avec les bonnes perspectives du secteur. De même, les recettes au titre des investissements et prêts privés étrangers ont accusé un repli de 36,1%.

En revanche, le nombre de projets approuvés par la commission des investissements, à fin août 2009, a atteint 64 pour un montant global de 42,3 milliards de dirhams contre des intentions d'investissement de 36,6 milliards pour l'ensemble de 2008, ce qui représente un facteur de modération des risques du ralentissement de la FBCF. De même, l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib du deuxième trimestre 2009 révèle une appréciation favorable du climat général des affaires actuel et prévisible, après un climat jugé médiocre le trimestre précédent, ainsi qu'une quasi-stabilité des dépenses d'investissement.

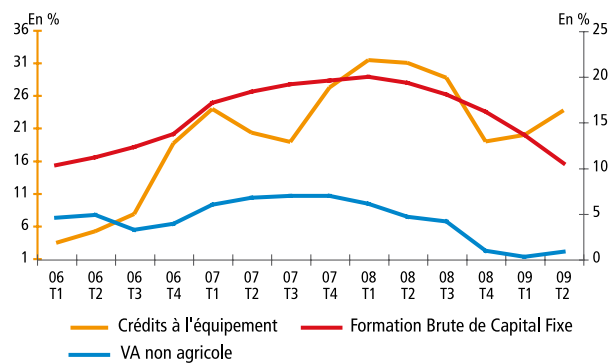
Concernant les dépenses d'investissement du Trésor, elles se sont élevées à 30 milliards de dirhams, à fin juillet, soit un taux de réalisation de près de 78% par rapport à la loi de finances et une augmentation de 23,4% comparativement à la même période de l'année précédente. Ces dépenses pourraient en outre bénéficier du

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



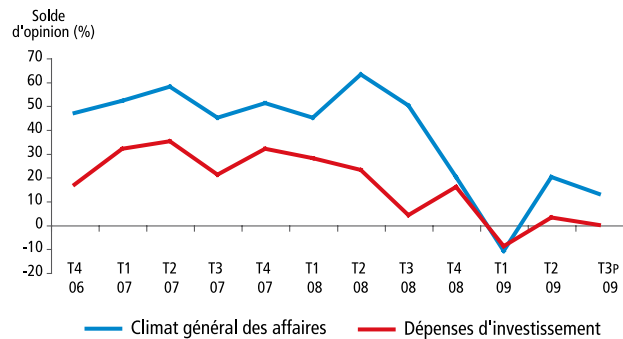
Sources : HCP, OC, calculs et prévisions de BAM

Graphique 1.11 : Evolution trimestrielle, en glissement annuel, de la formation brute de capital fixe, de la valeur ajoutée non agricole, et des crédits à l'équipement



Sources : HCP, OC, calculs et prévisions de BAM

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



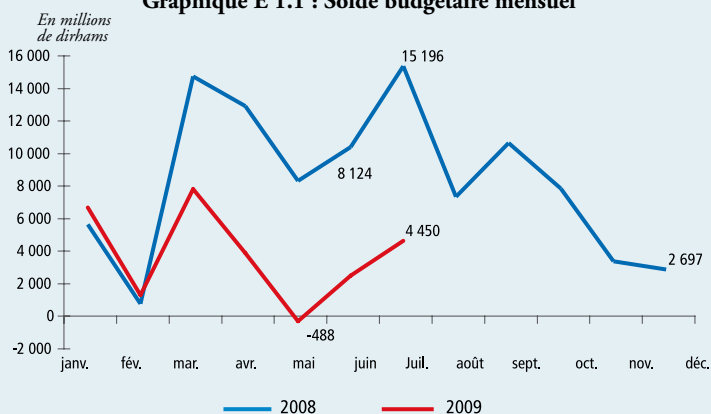
Sources : Enquête de conjoncture dans l'industrie de BAM

Encadré 1.1 : Evolution de l'exécution du budget 2009 à fin juillet

L'évolution, en glissement annuel, de la situation budgétaire à fin juillet de l'année 2009 s'est caractérisée par la poursuite de la baisse des recettes fiscales, l'importante diminution des dépenses de compensation et par l'effort soutenu en termes d'investissement du budget. Malgré le ralentissement de l'activité et les réajustements fiscaux à la baisse adoptés récemment, le solde budgétaire demeure globalement excédentaire, en se chiffrant à près de 4,5 milliards à fin juillet.

En effet, les recettes fiscales, chiffrées à 104,2 milliards et réalisées à hauteur de 58,3% par rapport à la loi de finances, ont reculé de 10% par rapport à fin juillet 2008, suite à la baisse des recettes au titre des principaux impôts, engendrée par les effets conjoints du ralentissement de l'activité économique et des récents réajustements fiscaux. Le produit de l'impôt sur le revenu a perdu 20% pour revenir à 16,3 milliards. Les recettes au titre de l'impôt sur les sociétés, d'un montant de 27,9 milliards, ont baissé de 12,2% et les recettes de la taxe sur la valeur ajoutée ont baissé de 6,1% par rapport à fin juillet 2008, procurant ainsi 33,9 milliards. De même, le produit des droits de douane a diminué de 16,4%, sous l'effet conjugué de la baisse des taux d'imposition et du net ralentissement de la base imposable.

Graphique E 1.1 : Solde budgétaire mensuel



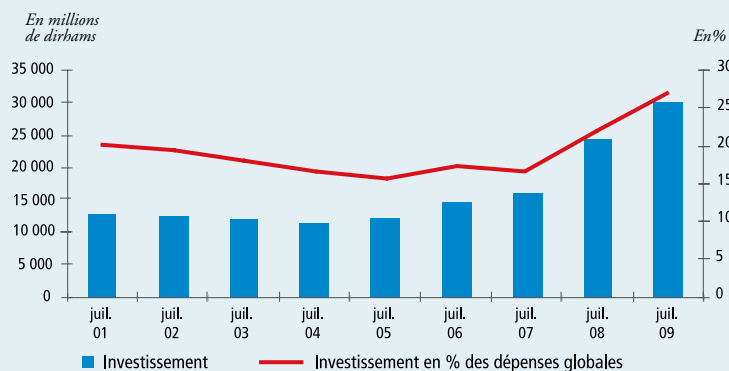
Source : Ministère de l'Economie et des Finances

Pour leur part, les dépenses ordinaires, exécutées à hauteur de 51,5%, ont marqué un repli de 4,8%, s'établissant à près de 85,4 milliards. Cette baisse est imputable principalement à celles des charges de compensation de 65,4%. Compte non tenu des dépenses de compensation, les dépenses ordinaires ressortent en hausse de 8%, s'inscrivant ainsi dans le profil habituel d'évolution des dépenses courantes, amplifiée par les récentes revalorisations salariales des fonctionnaires.

Par ailleurs, la loi de finances au titre de l'année 2009 a prévu des dépenses d'investissement d'un montant de 38,2 milliards de dirhams, en hausse de 18,8% par rapport à la loi de finances 2008, réparti entre les différents secteurs d'intervention de l'Etat. Ces dépenses d'investissement pourraient atteindre à la fin de l'année près de 45 milliards, en liaison avec les évolutions récentes de la conjoncture internationale et les besoins en termes de projets structurants. Les premiers secteurs bénéficiaires de ces investissements sont l'enseignement, les infrastructures et transport, l'agriculture, ainsi que les domaines de la sécurité, de l'hydraulique et de la santé.

Jusqu'à fin juillet de cette année, ces dépenses, en augmentation de 23,4% en glissement annuel, ont atteint 30 milliards et ont été plus que couvertes par une épargne publique de 31,3 milliards.

Graphique E 1.2 : Dépenses d'investissement du budget



Source : Ministère de l'Economie et des Finances

Compte tenu du solde positif des comptes spéciaux du Trésor de 3,2 milliards de dirhams et de la constitution d'arriérés de paiement pour un montant de 218 millions, l'excédent de caisse s'est établi à 4,7 milliards au lieu de 19,7 milliards une année auparavant. Cet excédent, ainsi qu'un montant de 3,2 milliards mobilisé sur le marché extérieur, ont permis au Trésor de réduire ses engagements intérieurs de 7,9 milliards, avec notamment une amélioration de sa position nette vis-à-vis de Bank Al-Maghrib de 3 milliards.

redéploiement des dépenses prévues au titre de la compensation durant le reste de l'exercice en cours.

1.4 Commerce extérieur

Les données disponibles à fin juillet 2009 confirment la poursuite de la transmission des effets de l'atonie de la demande étrangère adressée à l'économie nationale sur le commerce extérieur. Le déficit commercial s'est néanmoins contracté en glissement annuel, en liaison avec le recul des importations. Toutefois, la contribution du commerce extérieur à la croissance globale devrait rester négative pour l'ensemble de l'année 2009, mais à un degré moindre, comparativement aux deux années précédentes.

En effet, à l'issue des sept premiers mois de l'année, la balance commerciale a dégagé un déficit de 83,5 milliards de dirhams, en amélioration de 9,2% contre une dégradation de 32,8% pendant la même période de l'année précédente. Cette orientation résulte de la baisse des importations de 40,8 milliards de dirhams et des exportations

Tableau 1.2 : Evolution, en glissement annuel, de la balance commerciale à fin juillet 2009

(En millions de dirhams)	Janv.-juil.		Variations	
	2008	Janv.-juil.* 2009	Montant	%
Exportations globales	100 555,2	68 197,9	-32 357,3	-32,2
Exportations de phosphates et dérivés	32 000,4	11 234,7	-20 765,7	-64,9
Exportations hors phosphates et dérivés	68 554,8	56 963,2	-11 591,6	-16,9
Vêtements confectionnés	12 076,3	11 756,0	-320,3	-2,7
Articles de bonneterie	4 076,6	4 126,7	50,1	1,2
Agrumes	2 053,6	1 487,0	-566,6	-27,6
Importations globales	192 487,0	151 678,0	-40 809,0	-21,2
Importations de produits énergétiques	44 643,4	28 636,4	-16 007,0	-35,9
Importations hors produits énergétiques	147 843,6	123 041,6	-24 802,0	-16,8
Produits alimentaires	18 616,2	15 393,0	-3 223,2	-17,3
Blé	6 932,3	4 021,8	-2 910,5	-42,0
Biens d'équipement	41 885,8	38 756,7	-3 129,1	-7,5
Biens de consommation	31 769,7	30 794,2	-975,5	-3,1
Solde commercial	-91 931,8	-83 480,1	8 451,7	+9,2

* Données provisoires

Source : OC

de 32,4 milliards de dirhams. En conséquence, le taux de couverture s'est ainsi établi à 45% au lieu de 52,2% à l'issue de la même période de l'année précédente.

La diminution des exportations est attribuable au recul de près de deux tiers des exportations de phosphates et dérivés et à la baisse de 16,9% des exportations hors phosphate et produits phosphatés. Ainsi, les ventes à l'étranger de matériels électrique et électronique, notamment celles de fils et câbles pour l'électricité ont baissé de près de moitié. De même, les exportations de crustacés, mollusques et coquillages ont enregistré une diminution de 32,7% qui demeure moins marquée que celle enregistrée pendant les deux mois précédents. Parallèlement, les exportations d'agrumes ont connu une baisse de 27,6%, s'inscrivant ainsi dans la tendance observée ces derniers trimestres.

Parallèlement, le fléchissement des importations a pour origine principalement l'allègement de 35,9% de la facture énergétique, ainsi que la baisse des produits bruts et des demi-produits de 45,3% et de 26,6% respectivement. Les acquisitions des produits finis de consommation ont accusé une baisse limitée à 3,1%.

En effet, la réduction des importations de produits pétroliers est attribuable au repli de 47,7% du prix moyen de la tonne importée en pétrole brut et à la baisse de 21,1% des quantités. Les achats des autres produits énergétiques se sont inscrits globalement

dans la même tendance. Les importations hors pétrole ont enregistré une diminution de 16,8% imputable pour l'essentiel à la baisse des achats des demi-produits. De même, les acquisitions de produits alimentaires ont diminué, en liaison avec le repli de 42% des approvisionnements en blé, à la faveur de la bonne campagne agricole. Les achats de biens d'équipement industriels se sont également contractés de 8,1%, reflétant la baisse des acquisitions des machines et appareils divers et des voitures industrielles. Parallèlement, les importations de produits bruts d'origine minérale ont accusé une baisse de 74,7%, sous l'effet notamment de la contraction des acquisitions de soufre brut.

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

Selon les estimations de Bank Al-Maghrib, l'output gap global a affiché des valeurs positives au cours des deuxième et troisième trimestres 2009, compte tenu de l'amélioration de la campagne agricole d'une année à l'autre. En revanche, la croissance non agricole, plus pertinente pour l'appréciation des risques inflationnistes, s'est située autour de son potentiel au deuxième trimestre 2009 et sera en dessous de son potentiel durant le troisième trimestre, sous l'effet de la baisse de la demande étrangère et du ralentissement de la demande intérieure. Pour sa part, le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur industriel a connu une légère amélioration, tout en restant inférieur à son niveau moyen observé depuis le lancement de l'enquête de BAM en janvier 2007. En matière d'emploi, le deuxième trimestre 2009 a été caractérisé par une baisse de 1 point de pourcentage du taux de chômage national en comparaison avec la même période de l'année précédente. Ceci recouvre aussi bien un recul du taux de chômage rural liée à la performance de l'activité agricole, que celui du milieu urbain, qui continue de marquer une rupture de corrélation avec la croissance non agricole. Les principaux pourvoyeurs d'emploi sont le secteur «agriculture, forêt et pêche» et celui du BTP, alors que le secteur industriel a enregistré des pertes nettes d'emplois, en liaison avec la contraction des exportations. Par ailleurs, la deuxième tranche de la revalorisation du SMIG et des salaires dans la fonction publique, a pris effet à partir du mois de juillet 2009. L'analyse de l'ensemble de ces indicateurs laisse présager une modération des pressions de la demande sur les prix au cours des prochains trimestres.

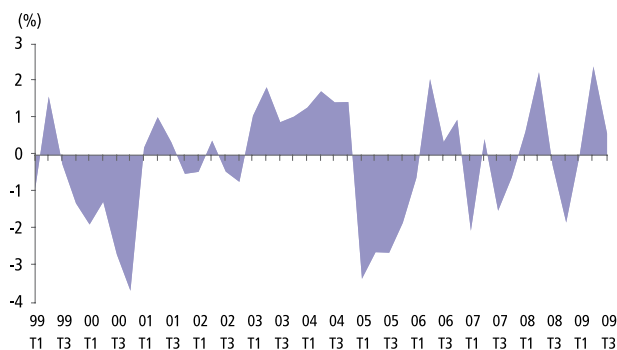
2.1 Tensions sur les capacités de production

Tiré essentiellement par la performance des activités agricoles, l'output gap global a enregistré des valeurs positives au cours du deuxième trimestre 2009, et devrait, selon les dernières prévisions de Bank Al-Maghrib, continuer à afficher des valeurs positives durant le troisième trimestre 2009 (cf. chapitre 1).

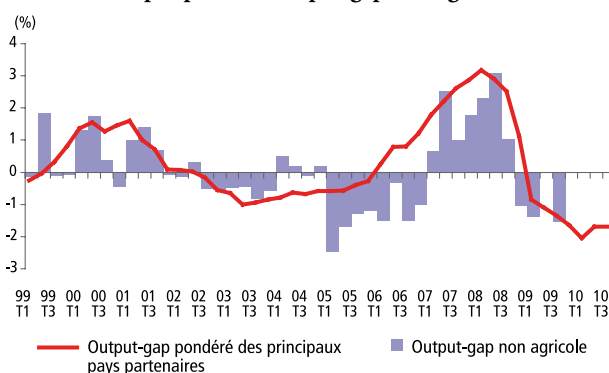
L'output gap non agricole, quant à lui, s'est contracté durant le deuxième trimestre 2009, et devrait enregistrer des valeurs négatives au troisième trimestre, sous l'effet de la récession chez nos principaux pays partenaires qui continue à affecter l'économie nationale, notamment à travers la demande de biens et services et les transferts courants.

L'output-gap pondéré des principaux pays partenaires¹, demeurerait négatif durant les prochains trimestres, avec un léger rebond à partir du premier trimestre 2010 (Cf. chapitres 1 et 3), laissant ainsi entrevoir une atténuation des effets défavorables de la conjoncture internationale sur

Graphique 2.1 : Output-gap global



Graphique 2.2 : Output-gap non agricole



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

les activités non agricoles au cours des prochains trimestres (Graphique 2.2).

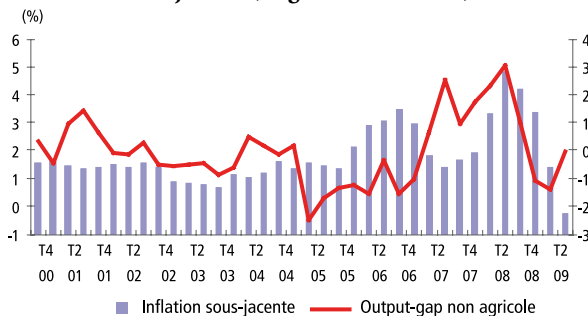
En dépit de l'amélioration observée depuis mars 2009, le taux d'utilisation des capacités de production demeure néanmoins inférieur à son niveau moyen atteint depuis le lancement de l'enquête mensuelle de conjoncture de BAM en janvier 2007. Par branche, le taux d'utilisation des capacités de production a connu une stagnation dans les industries du textile et du cuir et les industries électriques et électroniques. En revanche, il s'est inscrit en hausse de deux points de pourcentage dans les industries chimiques et parachimiques, et de trois points de pourcentage dans les industries agro-alimentaires pour s'établir, respectivement, à 72% et 73%. Quant aux industries mécaniques et métallurgiques, leur TUC s'est situé à 53%, en baisse de 7 points de pourcentage, due aux fermetures annuelles de quelques entreprises du secteur.

Pour sa part, la productivité apparente du travail¹ dans les activités non agricoles est estimée à 109 au deuxième trimestre 2009, en baisse de 1,3% en glissement annuel, imputable à l'augmentation de la population active occupée en milieu urbain en dépit du ralentissement observé de l'activité non agricole.

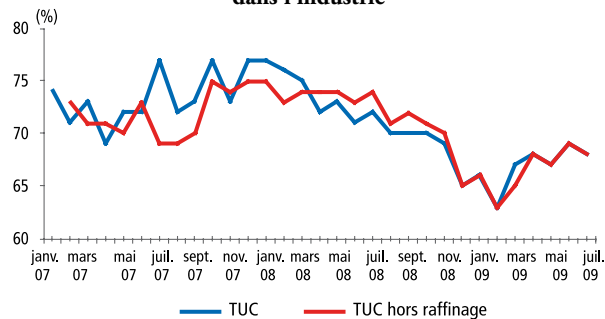
Selon les résultats de l'enquête trimestrielle, le coût unitaire de production a augmenté au cours du deuxième trimestre 2009, avec un solde d'opinion de 19%, en hausse de 12 points de pourcentage. Cette progression a concerné l'ensemble des branches, particulièrement les industries mécaniques et métallurgiques et les industries du textile et du cuir. Par composante, les coûts salariaux et les coûts des matières premières hors énergie, ont constitué les principales sources d'augmentation du coût unitaire de production, avec des soldes d'opinion respectivement de 41% et de 36%, suivis par les coûts énergétiques et les coûts financiers avec des soldes d'opinion respectivement de 22% et de 18%.

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

Graphique 2.3 : Output-gap non agricole et inflation sous-jacente (en glissement annuel)

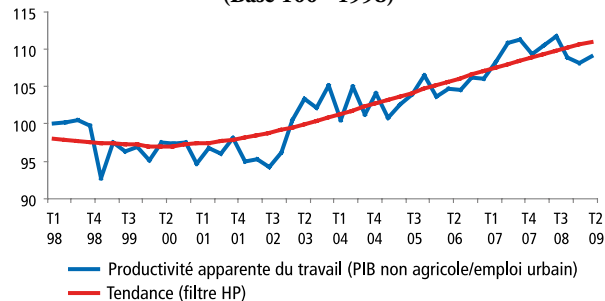


Graphique 2.4 : Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie



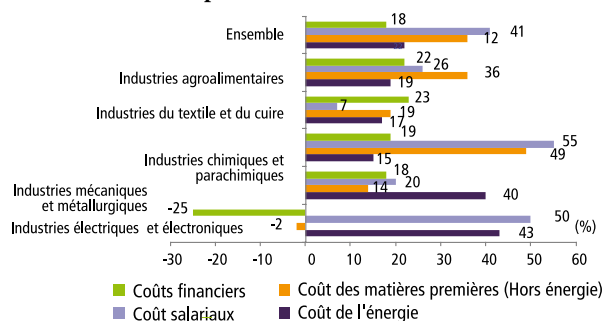
Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

Graphique 2.5 : Productivité apparente du travail (Base 100= 1998)



Sources : HCP, estimations BAM

Graphique 2.6 : Evolution des composantes du coût unitaire de production par secteur (soldes d'opinion en % au premier trimestre 2009)



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

Sur le plan sectoriel, les coûts énergétiques et les coûts salariaux ont affecté le coût unitaire de production dans les industries électriques et électroniques et les industries mécaniques et métallurgiques. Dans les industries du textile et du cuir, les charges financières et les coûts des matières premières hors énergie sont les principaux facteurs avancés.

2.2 Tensions sur le marché du travail

Au deuxième trimestre 2009, la population active a atteint environ 11,45 millions de personnes, en légère hausse par rapport à la même période de l'année 2008, en liaison avec l'augmentation observée aussi bien dans le milieu urbain que rural. Le rythme de progression de la population active étant inférieur à celui de la population totale estimée par le HCP, le taux d'activité a accusé un recul de près de 0,4 point de pourcentage en glissement annuel pour se situer à 50,6%.

La population active occupée, quant à elle, a progressé de 0,2%, atteignant environ 10,5 millions d'individus au deuxième trimestre 2009. Par conséquent, le taux d'emploi a progressé de 0,2 point de pourcentage pour s'établir à 46,6%. Cette évolution recouvre une augmentation du taux d'emploi rural, passé de 57,4% à 58,2%, en liaison avec la bonne campagne agricole et une quasi-stabilité du taux en milieu urbain à 38,6%.

Selon le HCP, le taux de chômage global a atteint 8% au deuxième trimestre 2009, en baisse de 1,1 point de pourcentage. Par milieu de résidence, le taux de chômage urbain est revenu de 14% à 12,6%, marquant ainsi une rupture de corrélation avec la croissance non agricole (voir Graphique 2.7). De même, le taux de chômage rural a connu une baisse de 0,9 point de pourcentage, passant de 3,9% à 3%, en liaison avec l'amélioration de l'activité agricole.

Par tranche d'âge, à l'exception des 15 à 24 ans dont le taux de chômage a enregistré une hausse de 0,7 point de pourcentage, le taux de chômage urbain a accusé une baisse pour les tranches 25-

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

En millions	T2 - 2008			T2 - 2009		
	Urbain	Rural	Ens.	Urbain	Rural	Ens.
Population active et emploi						
Population active ⁽²⁾	5,88	5,45	11,34	5,91	5,53	11,45
Taux d'activité (en%)	45	59,7	51	44,1	60	50,6
Population active occupée	5,06	5,24	10,3	5,17	5,36	10,53
Taux d'emploi (en%) ⁽³⁾	38,7	57,4	46,4	38,6	58,2	46,6
Chômage						
Population active en chômage	0,82	0,21	1,03	0,74	0,16	0,91
Taux de chômage (en%)	14	3,9	9,1	12,6	3	8
Selon le diplôme						
. Sans diplôme	8,4	2,5	4,7	7,4	1,9	3,9
. Ayant un diplôme	19	11,4	17,3	16,9	9,3	15,3

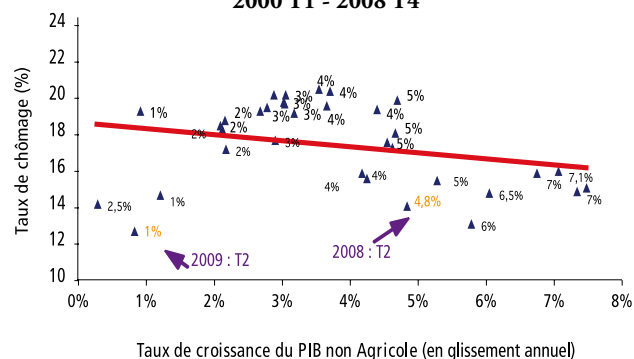
(1) Données redressées selon les nouvelles projections de la population

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

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

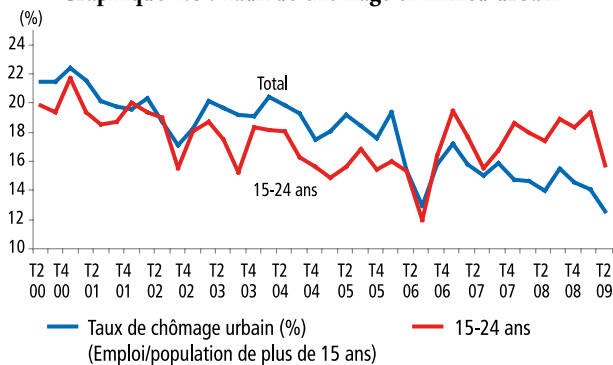
Source : HCP

Graphique 2.7 : Croissance non agricole et chômage urbain, 2000 T1 - 2008 T4



Source : HCP

Graphique 2.8 : Taux de chômage en milieu urbain



Source : HCP

34 ans (-2,8 point de pourcentage), 35-44 ans (-0,2 point de pourcentage) et plus de 44 ans (-0,8 point de pourcentage).

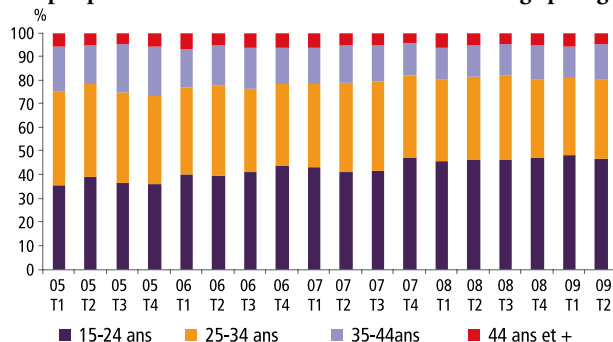
Les créations d’emplois ont concerné principalement le secteur «agriculture, forêt et pêche» avec une création nette d’emplois de 196.000 postes, tirée par les bonnes performances du secteur agricole. Quant aux secteurs des services et du BTP, ils ont connu une création nette d’emploi respectivement de 11.000 et de 40.000 postes. En revanche, le secteur industriel, davantage impacté par le ralentissement de la demande, a connu une perte nette de 7.000 postes.

L’impact de l’évolution défavorable de l’activité non-agricole sur l’emploi est également perceptible à travers les résultats de l’enquête de conjoncture de BAM relatifs au deuxième trimestre 2009. En effet, les chefs d’entreprises du secteur industriel déclarent une baisse des effectifs employés d’un trimestre à l’autre, avec un solde d’opinion de 6%. Par branche, à l’exception des industries chimiques et parachimiques, où l’effectif a quasiment stagné, toutes les branches ont connu une contraction des effectifs employés. À court terme, les professionnels anticipent soit une baisse soit une stabilité de l’effectif employé, à l’exception des industries électriques et électroniques où les industriels ont prévu une augmentation des effectifs. Il est à noter que les professionnels du secteur du textile et du cuir anticipent une baisse significative des effectifs durant le troisième trimestre, avec un solde d’opinion de 24%.

S’agissant des salaires, les résultats de l’enquête de conjoncture de BAM dans l’industrie relatifs au deuxième trimestre 2009, indiquent une hausse du niveau des salaires, avec un solde d’opinion de 41%. Quant à l’indice des salaires moyens trimestriels calculé par le HCP sur la base des données de la CNSS, il a enregistré une hausse de 5%, en glissement annuel, durant le premier trimestre 2009. En termes réels, cet indice s’est accru de 1,2% seulement en glissement annuel.

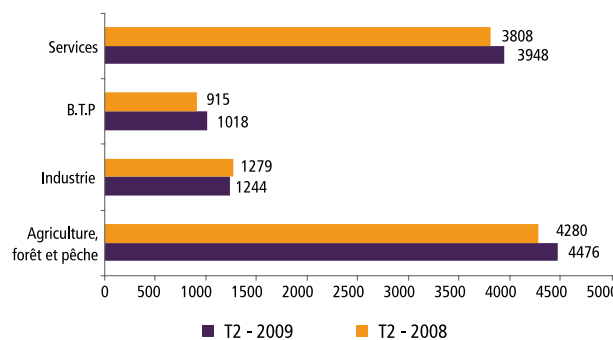
Par ailleurs, la deuxième revalorisation du SMIG et des salaires dans la fonction publique a pris effet

Graphique 2.9 : Evolution de la structure du chômage par âge



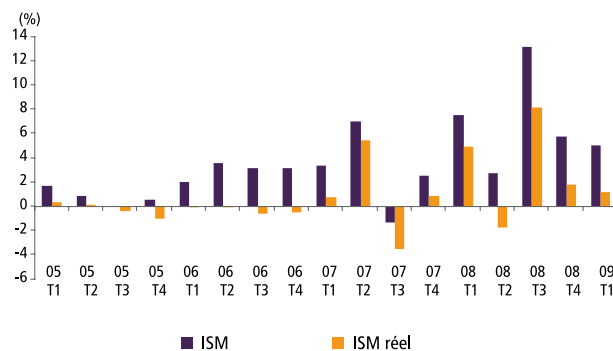
Source : HCP

Graphique 2.10 : Evolution de l’emploi selon les secteurs d’activité (effectifs en milliers)



Sources : HCP, estimations de BAM

Graphique 2.11 : Indice des salaires moyens dans le secteur privé en termes nominal et réel (en glissement annuel)

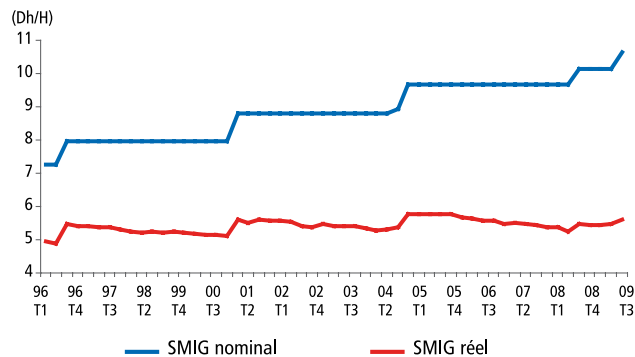


Sources : HCP, estimations de BAM

à partir du 1^{er} juillet 2009. Ainsi, le salaire horaire minimum des ouvriers et employés de l'industrie, du commerce et des professions libérales a augmenté de 5% en nominal.

L'analyse de l'évolution des différents facteurs de risques laissent entrevoir la poursuite de la modération des pressions de la demande sur les prix au cours des prochains trimestres, notamment compte tenu du reflux des pressions émanant de la décélération du rythme de l'activité non-agricole.

Graphique 2.12 : SMIG trimestriel en termes nominal et réel



Sources : Ministère de l'emploi et calculs de BAM

3. ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL ET PRIX À L'IMPORTATION

Sur la base des données les plus récentes, l'activité économique mondiale demeure faible, principalement dans la majorité des économies industrialisées, en dépit des premiers signes de stabilisation observés au deuxième trimestre 2009 et confirmés à travers les indicateurs de juillet et août. En effet, les dernières prévisions des principales agences statistiques nationales et celles du Fonds Monétaire International et de l'OCDE laissent indiquer la poursuite de la contraction de l'activité mondiale jusqu'à la fin de l'année en cours, notamment dans les économies développées, tandis que la reprise ne serait que partielle en 2010. Dans le contexte de volatilité des prix des matières premières, la décélération de l'inflation observée à l'échelle mondiale depuis quelques mois devrait se poursuivre. Au niveau des conditions financières, la reprise amorcée depuis le début de l'année s'est poursuivie en lien avec les mesures adoptées par les banques centrales et le retour de la confiance des investisseurs. De manière globale, les chocs négatifs d'origine extérieure que subit l'économie nationale devraient persister au cours des prochains mois, l'output gap des principaux pays partenaires devant demeurer négatif jusqu'à fin 2010 malgré une légère amélioration prévue à partir du troisième trimestre 2009, comme le laisse présager le redressement de l'indice composite avancé pondéré des pays partenaires. Les prix à l'importation, qui reflètent la transmission des prix au niveau international aux prix domestiques ont augmenté de 1% en juillet par rapport au mois précédent, mais restent largement inférieurs à leurs niveaux de 2008. Dans ce contexte international marqué par l'excédent des capacités de production, le recul de la demande et la modération des cours mondiaux des matières premières, la modération des tensions inflationnistes d'origine externe pour le Maroc devrait se poursuivre.

3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde

Malgré les incertitudes qui continuent de peser sur l'environnement international, il semblerait que l'évolution des conditions financières et de l'activité économique dans le monde ait été marquée au cours des derniers mois par la confirmation de certains signes de modération des risques.

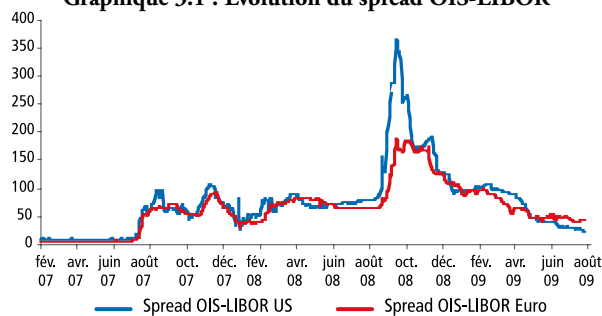
3.1.1 Conditions financières

La sortie du marché interbancaire de la période d'aversion extrême au risque semble se confirmer. Ainsi, à la faveur du maintien par les banques centrales des taux à un niveau bas et de l'amélioration de la conjoncture, le spread OIS-LIBOR¹ est revenu à fin août à son niveau de juillet 2007 aux Etats-Unis et de mars 2008 dans la zone euro, sans pour autant retrouver sa moyenne habituelle de 7 points de base.

Similairement, le marché obligataire a quasiment recouvert son fonctionnement normal. Les spreads de financement se sont resserrés de façon

1 Le spread OIS-LIBOR 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. Son évolution est censée traduire les conditions de financement sur le marché monétaire.

Graphique 3.1 : Evolution du spread OIS-LIBOR



Source : Datastream

Graphique 3.2 : Evolution du TED spread*



Source : Datastream

* Le TED spread représente l'écart de taux d'intérêt entre des titres courts émis par le trésor américain (trois mois) et les prêts interbancaires à 90 jours en dollars américains. Il exprime ainsi le degré de confiance que les banques se font entre elles et renseigne sur le resserrement du crédit bancaire.

significative et la courbe des taux a retrouvé son profil habituel. En effet, les rendements de la dette souveraine à court terme ont considérablement baissé, en lien avec les assouplissements monétaires qui ont ancré les taux de courte échéance, tandis que la partie longue de la courbe a nettement augmenté, reflétant en partie l'amélioration des perspectives économiques et la baisse des risques de déflation. Au niveau des marchés de la dette publique des pays émergents, la situation s'est également améliorée, en relation avec le retour de l'appétit des investisseurs pour le risque, les Credit Default Swaps¹ étant revenus à fin août à une moyenne de 157 points de base contre 380 points à fin 2008.

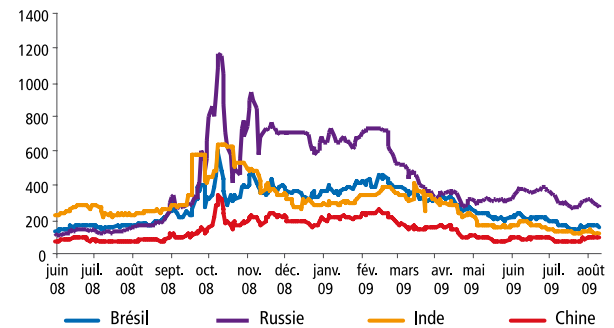
La normalisation des conditions financières s'est également reflétée au niveau des indices boursiers des économies avancées qui, malgré leur forte volatilité, ont augmenté à un rythme variant de 11 à 20% de janvier à fin août. Comme en atteste l'évolution de l'indice MSCI EM², les bourses des économies émergentes ont pour leur part connu un redressement plus marqué, de l'ordre de 46% sur la même période, notamment en relation avec la baisse de la prime de risque actions et l'amélioration des perspectives économiques suite à la hausse récente des prix des matières premières.

Malgré la stabilisation de la situation sur les marchés monétaire et obligataire et la baisse des primes d'assurance contre le risque de défaut des banques, la hausse du crédit reste limitée. Aux Etats-Unis, le taux annuel de croissance du crédit n'a atteint en moyenne que 3% au terme des sept premiers mois de l'année, contre 9,5% un an auparavant. Dans la zone euro, le rythme de croissance du crédit a également ralenti, ne dépassant pas 5,6% en moyenne, largement inférieur au taux de 11% observé au cours de la même période de l'année précédente. Dans les pays partenaires du Maroc, la faiblesse du crédit est encore plus marquée, la France ayant même connu en glissement annuel un taux de progression négatif des crédits (-0,6%) en juillet pour la première fois depuis 1998.

1 Les Credit Default Swaps sur dette souveraine des pays émergents correspondent à des primes d'assurance contre le risque de défaut d'une dette souveraine ; Leur évolution mesure le degré d'aversion au risque des investisseurs quant à la capacité de ces pays à honorer leurs engagements.

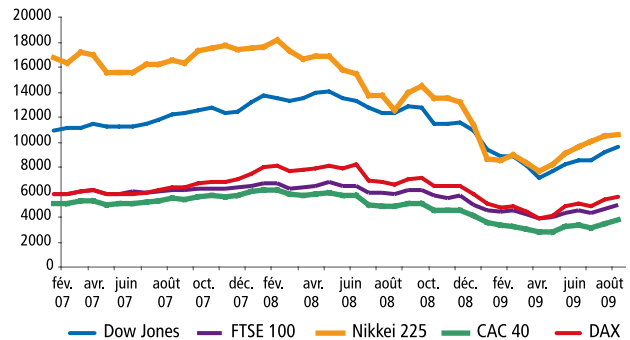
2 L'indice boursier MSCI EM est un indice boursier composite mesurant la performance des marchés d'actions des pays d'Europe Centrale, du Moyen Orient et d'Afrique.

Graphique 3.3 : Evolution des Credit Default Swaps dans les pays émergents (Brésil, Russie, Inde, Chine)



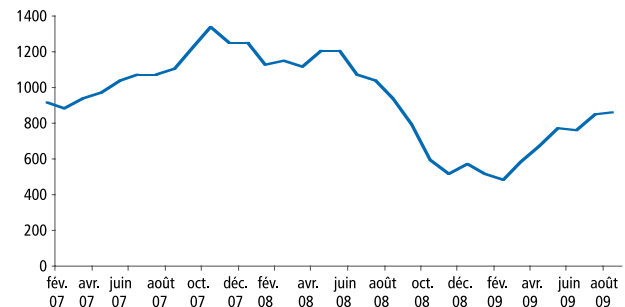
Source : Datastream

Graphique 3.4 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



Source : Datastream

Graphique 3.5 : Evolution de l'indice MSCI EM



Source : Datastream

3.1.2 Activité économique dans le monde

D'après les dernières perspectives économiques du FMI et de l'OCDE, l'économie mondiale devrait rester caractérisée en 2009, par une faiblesse de l'activité dans la majorité des pays industrialisés et émergents, avant une reprise partielle en 2010.

La zone euro, notre principal partenaire, afficherait une baisse du PIB de 4,2% en 2009, selon le FMI et l'OCDE et une stabilité en 2010. En France et en Allemagne, la contraction du PIB serait de 2,4% et de 5,3% en 2009, suivie d'une progression de 0,8% et d'une contraction de 0,1% en 2010.

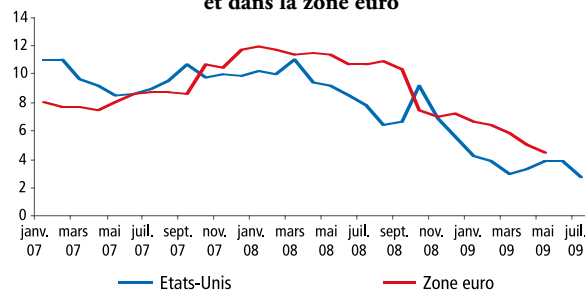
Dans les pays émergents, notamment en Chine et en Inde, la croissance du PIB serait de 8,5% et de 5,3% respectivement en 2009 selon le FMI, et de 7,7% et 5,9% pour l'OCDE. En revanche, le Brésil et la Russie enregistreraient des baisses respectives de 1% et 8,5% en 2009, contre 0,8% et 6,8% prévue par l'OCDE.

Au deuxième trimestre de 2009, l'économie mondiale a commencé à montrer des signes de stabilisation de l'activité. Les données relatives aux comptes nationaux trimestriels et aux indicateurs de haute fréquence indiquent une atténuation du repli de l'activité dans les pays avancés et émergents. Aux Etats-Unis, la baisse trimestrielle du PIB a ralenti pour atteindre 0,3%, au lieu de 1,6% le trimestre précédent. Dans la zone euro, la contraction a été limitée à 0,1% au deuxième trimestre au lieu de 2,5% au trimestre précédent.

Concernant particulièrement les principaux partenaires du Maroc, en France et en Allemagne, après quatre trimestres consécutifs de baisse de l'activité, la croissance trimestrielle a affiché une valeur positive de 0,3%, tandis qu'en Italie et en Espagne, le repli de l'activité s'est atténué, revenant respectivement à 0,5% et 1,1% au lieu de 2,7% et 1,6% au premier trimestre.

Au troisième trimestre, les indicateurs mensuels de juillet et août indiquent un début de stabilisation de l'économie, accompagné d'un renforcement des anticipations de rebond conjoncturel à court terme.

Graphique 3.6 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro



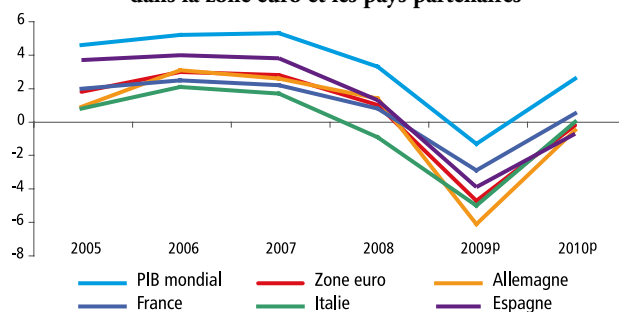
Source : Datastream

Tableau 3.1 : Evolution de la croissance dans le monde

	Projections Banque mondiale		Projections OCDE		Projections FMI	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010
PIB mondial	-2,9	2,0	-2,8	-	-1,3	2,9
Etats-Unis	-3,0	1,8	-2,8	0,9	-2,9	1,2
Zone euro	-4,5	0,5	-4,8	0,0	-4,2	-
Allemagne	-	-	-6,1	0,2	-5,3	-0,1
France	-	-	-3,0	0,2	-2,4	0,8
Italie	-	-	-5,5	0,4	-5,1	0,2
Espagne	-	-	-4,2	-0,9	-3,7	-0,7
Royaume Uni	-	-	-4,3	0,0	-4,5	0,7
Chine	6,5	7,5	7,7	9,3	8,5	9,0
Inde	4,0	7,0	5,9	7,2	7,3	5,3
Brésil	0,5	3,2	-0,8	4,0	-1	3,0
Russie	-4,5	0,0	-6,8	3,7	-8,5	1,5

Sources : FMI, Banque mondiale et OCDE

Graphique 3.7 : Evolution du PIB en % dans le monde, dans la zone euro et les pays partenaires



Source : FMI

Dans la zone euro, les indicateurs relatifs aux mois de juillet et août 2009 se sont améliorés, notamment l'indice du climat des affaires et l'indice PMI Flash Composite¹ avancé de l'activité Globale, passé de 47 en juillet à 50,4 en août, soit une hausse de 3,4 points d'un mois à l'autre et de 14 points depuis son plus bas niveau historique enregistré en février 2009.

Aux Etats-Unis, les données arrêtées à fin août, montrent une amélioration pour le troisième mois consécutif des indicateurs avancés, laissant ainsi augurer des prémisses de reprise de l'activité économique. L'indice composite avancé de confiance des consommateurs a connu un net rebond de 14,1% en août, après une hausse de 0,6% en juillet et de 0,8% en juin 2009.

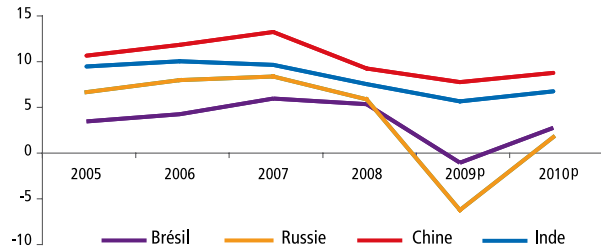
Dans les pays partenaires directs du Maroc, notamment la France et l'Allemagne, les indicateurs avancés indiquent une amélioration des conditions économiques en août. L'indice de la production manufacturière dans ces deux pays a dépassé la barre des 50 pour la première fois depuis mai 2008, après avoir atteint 47,9 et 45,2 respectivement le mois précédent.

Par ailleurs, après avoir élaboré un indicateur de la demande étrangère, sous forme d'un indice pondéré de l'output gap de nos principaux partenaires commerciaux, Bank Al-Maghrib, a dans le cadre du renforcement du suivi des indicateurs de haute fréquence, mis en place un indice composite avancé pondéré des pays partenaires sur la base des indices nationaux publiés par l'OCDE. Selon les dernières données, l'indice composite a connu un net redressement au deuxième et troisième trimestres² pour atteindre respectivement 95,2 et 96,8 contre un niveau de 92,5 enregistré au cours du premier trimestre de 2009. Cette tendance haussière laisse augurer une reprise chez les partenaires, l'output gap pondéré de ces derniers devant néanmoins demeurer négatif jusqu'à fin 2010.

1 L'indice PMI composite (Purchasing Manager Index) flash : Il s'agit d'un indicateur mensuel basé sur une enquête reflétant la confiance des directeurs d'achat du secteur manufacturier des grands pays de la zone euro. Il est calculé comme la somme du pourcentage des réponses en hausse et de la moitié des réponses stables. Un indice supérieur à 50 indique une expansion de l'activité, inférieur à 50 une contraction.

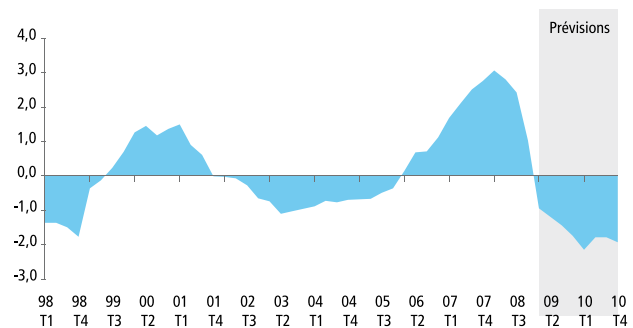
2 Données du troisième trimestre arrêtées à fin juillet

Graphique 3.8 : Evolution du PIB en % dans les économies émergentes (Brésil, Russie, Inde, Chine)



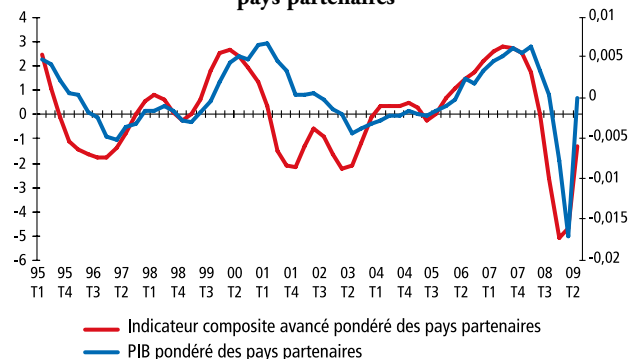
Source : FMI

Graphique 3.9 : Output-gap des principaux pays partenaires en % (France, Italie, Allemagne et Espagne)



Sources : Commission européenne et calculs BAM

Graphique 3.10 : Indicateur composite avancé pondéré des pays partenaires*



Sources : OCDE et calculs BAM

* Cet indice est construit à partir de la composante cyclique des indicateurs composites avancés de l'OCDE dans les principaux pays partenaires du Maroc (France, Espagne, Allemagne et Italie) pondérés par la part des pays en question dans les exportations du Maroc. L'indice ainsi obtenu présente une avance d'un semestre sur l'output gap pondéré des pays partenaires.

3.2 Inflation dans le monde

L'inflation mondiale a marqué une nouvelle décélération. Les données de juillet 2009 indiquent une poursuite de la baisse des tensions inflationnistes observée notamment depuis le mois d'août 2008, dans les pays avancés et émergents (Tableau 3.2).

Les données préliminaires publiées par Eurostat font ressortir une nouvelle baisse annuelle des prix à la consommation dans la zone euro, de l'ordre de 0,2%, après celle de 0,7% enregistrée le mois précédent.

Le ralentissement de l'inflation a été consécutif au repli des cours internationaux des matières premières, pétrole en particulier, tant en glissement annuel que par rapport à leurs pics atteints en milieu d'année 2008. Il est dû également, aux effets de la récession économique mondiale qui n'est pas encore terminée, en dépit d'un renforcement des perspectives de reprise.

S'agissant des perspectives d'inflation, les dernières prévisions du FMI font état d'une inflation de 0% en 2009 et de 1% en 2010 dans les économies avancées. Dans les pays émergents et en développement, l'inflation serait de 5,4% en 2009 et de 4,6% en 2010. Pour l'OCDE, une modération des tensions inflationnistes devrait être observée aussi bien dans les pays avancés que dans les pays émergents et en développement.

A moyen terme, les incertitudes entourant les évolutions de l'inflation devraient persister, notamment celles relatives aux effets des politiques monétaires accommodantes et des politiques de soutien macroéconomique, ainsi qu'aux fluctuations des prix des matières premières.

3.3 Prix du pétrole

En août 2009, les prix du pétrole ont augmenté de 12% d'un mois à l'autre, pour atteindre en moyenne 72,8 dollars le baril.

La progression des cours d'un mois à l'autre, s'explique par une reprise intensive des achats de fonds spéculatifs et les prévisions de hausse de la demande mondiale, particulièrement en Chine,

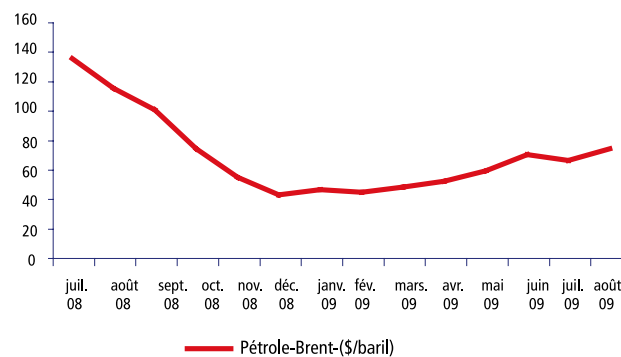
Tableau 3.2 Evolution récente de l'inflation dans le monde en glissement annuel

	2008	2009	2009	2009	Prévisions	
	juin	juin	juil.	août	2009	2010
Etats-Unis	5	-1,4	-2,1	-1,5	-0,6	1
Zone euro*	4	-0,1	-0,7	-0,2	0,5	0,7
Allemagne	3,3	0,1	0,6	-0,1	0,3	0,4
France	3,6	-0,6	-0,8	-0,2	0,3	0,7
Espagne	4,9	-1	-1,4	-0,8	-0,1	0,3
Italie	3,8	0,6	-0,1	0,1	1,1	1,2
Japon	2	-1,8	-2,2	-	-1,4	-1,4
Chine	7,1	-1,7	-1,8	-1,2	2	0,5

(*) Indices harmonisés

Sources : FMI, Eurostat pour les données historiques, OCDE pour les prévisions

Graphique 3.11 : Cours mondial du pétrole (Brent) en dollar



Source : Datastream

Tableau 3.3 : Prévisions du prix actuel du pétrole (Brent) sur le marché des futures (en dollars US)

T2 2009	T3 2009	T4 2009	T1 2010	Année 2009	Année 2010
69	75,5	76,9	78,5	78,8	81,6

Source : Bloomberg

selon le dernier rapport mensuel de l'Agence internationale de l'énergie.

Au cours des huit premiers mois de l'année 2009, le cours du baril a atteint en moyenne 56,3 dollars le baril, au lieu de 97,6 dollars le baril durant la même période de l'année précédente, demeurant en repli de 42,3% en glissement annuel.

Selon les dernières projections économiques mondiales du FMI, le prix moyen du pétrole a été revu à la baisse à 58 et 70 dollars le baril respectivement en 2009 et 2010 par rapport à l'avant dernière édition de ces projections qui prévoyait des prix respectifs de 60,5 dollars et 74,5 dollars le baril. Sur le marché des futures, le prix du pétrole s'établirait en moyenne à 78,8 dollars le baril en 2010 et à 81,6 dollars en 2011.

Selon la plupart des opérateurs au niveau mondial, les prévisions de croissance du marché pétrolier dépendent de la concrétisation de la reprise de l'activité au cours des prochains mois.

En définitive, le maintien des prix du pétrole à un niveau relativement bas, comparativement à l'année précédente laisse augurer une modération des tensions inflationnistes d'origine extérieure pour le Maroc.

3.4 Prix des matières premières

Les cours des matières premières hors énergie, tout en demeurant globalement inférieurs aux niveaux observés un an auparavant, ont connu des évolutions divergentes en août 2009 selon les catégories de produits. Les cours des matières premières alimentaires ont enregistré, pour la plupart, des baisses sensibles en liaison avec la nette amélioration des conditions de l'offre et le tassement de la demande. A l'opposé, les cours des métaux et minerais ont connu des hausses sensibles suite principalement à l'annonce d'indicateurs de conjoncture favorables aux Etats-Unis et à la dynamique de la demande émanant de la Chine.

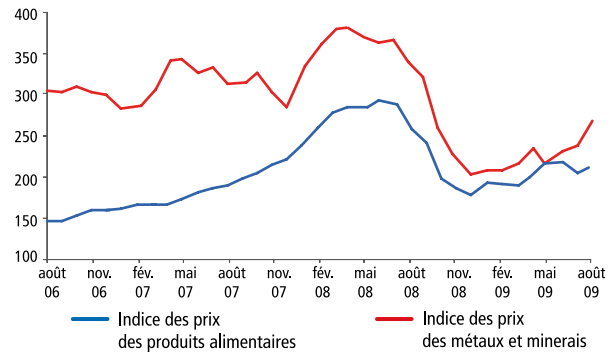
Ainsi, au terme des huit premiers mois de 2009, l'indice des prix des matières premières hors énergie a accusé un recul de 29,9%, par rapport à la même période de l'année précédente. En revanche, l'évolution en rythme mensuel de cet

Tableau 3.4 : Evolution des futures et des prévisions de blé par trimestre

Blé (Cts/b.u)	T3 2009	T4 2009	T1 2010	T2 2010
Futures	503,7	539,3	543,8	543,8
Prévisions	575	600	622,5	651,5

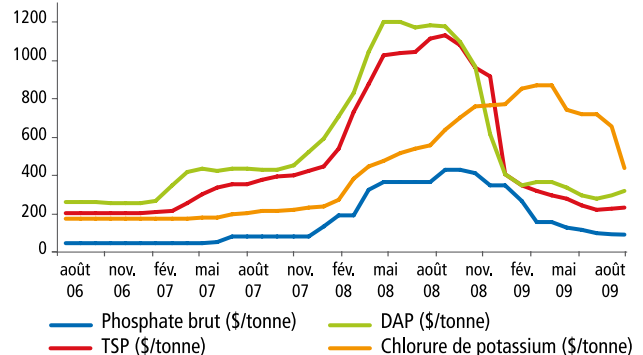
Source : Bloomberg

Graphique 3.12 : Indice des prix des produits alimentaires et des métaux et minerais (2000=100)



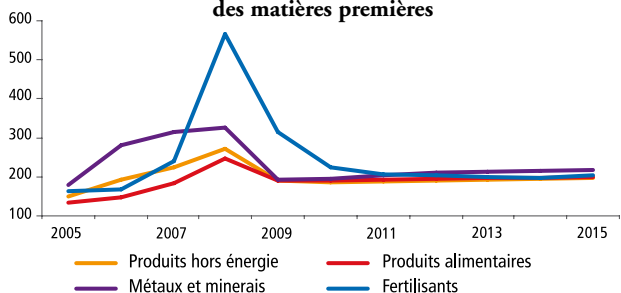
Source : Banque mondiale

Graphique 3.13 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés



Source : Banque mondiale

Graphique 3.14 : Perspectives* d'évolution des indices des prix des matières premières



*Actualisées le 1^{er} juin 2009

Source : Banque mondiale

indice laisse apparaître une hausse de 6,6% au mois d'août 2009.

La même évolution de l'indice global a concerné celui des prix des matières premières alimentaires qui a marqué une baisse de 25,7% en glissement annuel et une augmentation de 3,5% d'un mois à l'autre. Cette évolution s'est surtout reflétée au niveau du cours du sucre qui a poursuivi sa flambée et s'est accru de 21,8% en rythme mensuel et de 78,2% depuis le début de l'année en cours, porté essentiellement par une récolte insuffisante chez les principaux producteurs mondiaux que sont l'Inde et le Brésil. En revanche, les cours des céréales ont baissé d'un mois à l'autre de 6,4% pour le blé, de 12,8% pour l'orge, sous l'effet de l'amélioration des capacités de l'offre et de l'abondance des stocks. Le prix du maïs a, en revanche, marqué une quasi stagnation.

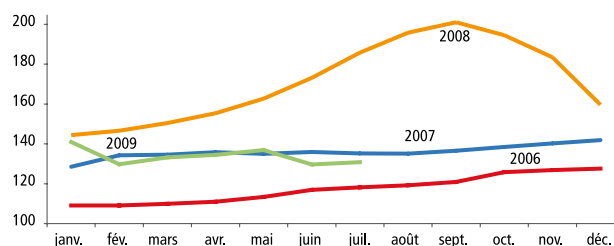
Pour sa part, l'indice des prix des métaux de base et minerais demeure inférieur de 21,3% à son niveau observé en août 2008 mais s'est accru de 12,7% d'un mois à l'autre. Le cours du cuivre a augmenté de 18,2%, en rythme mensuel, avant d'atteindre son plus haut niveau de l'année le 13 août, soit 6419 dollars la tonne, sous l'effet des achats conséquents de la Chine et de la diminution des niveaux de stocks. Les cours du zinc et du plomb ont également augmenté en rythme mensuel de 15,4% et 13,2% respectivement. Concernant, les prix du phosphate et ses dérivés ils ont connu en août des évolutions divergentes qui recouvrent d'une part, une stagnation du prix du phosphate brut et une baisse de celui du chlorure de potassium de 34% et d'autre part, une hausse de 8,6% et 0,4% des cours du DAP et du TSP en liaison avec une légère reprise de la demande mondiale.

Au niveau des perspectives à court terme, les cours des matières premières hors énergie devraient, selon les prévisions du FMI de septembre 2009, connaître une contraction de 23,8% à fin 2009 et une légère reprise de 2,2% en 2010.

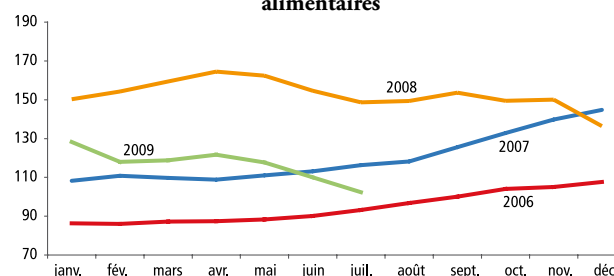
Ainsi, les prix des produits alimentaires seraient principalement impactés par une nette amélioration des conditions de l'offre et un bon niveau des stocks.

L'évolution des cours des matières premières minières resterait, quant à elle, dépendante

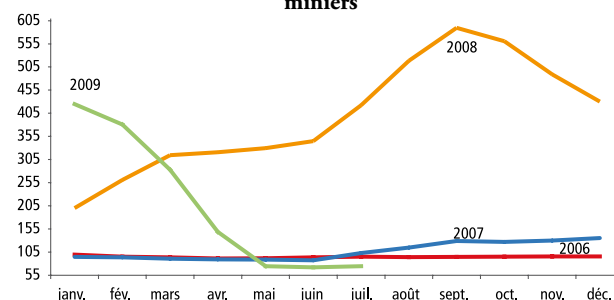
Graphique 3.15 : Indice des prix à l'import hors énergie



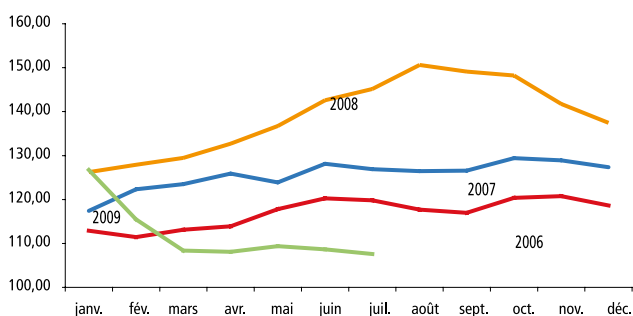
Graphique 3.16 : Indice des prix à l'import des produits alimentaires



Graphique 3.17 : Indice des prix à l'import des produits miniers



Graphique 3.18 : Indice des prix à l'import des demi-produits



de la demande chinoise qui risque de s'épuiser après reconstitution de stocks, du niveau des stocks mondiaux des métaux de bases qui reste assez élevé, mais aussi des signes de reprises de la conjoncture économique américaine.

En général, la modération des prix des matières premières devrait se traduire par une baisse des prix des produits importés, d'où la perspective de poursuite du ralentissement des tensions inflationnistes.

3.5 Indice des valeurs unitaires à l'importation du Maroc

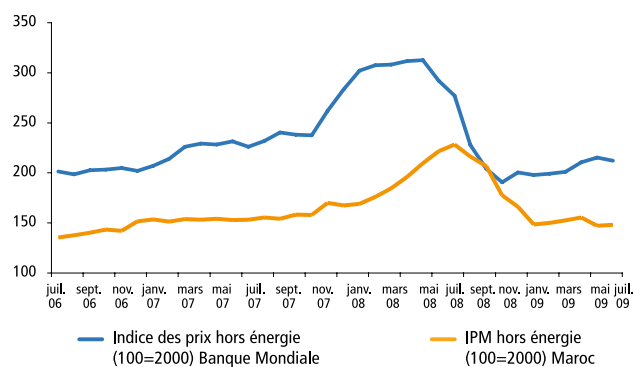
Selon les dernières données disponibles, l'indice des prix à l'importation (IPM) hors énergie s'est inscrit à fin juillet en hausse de 1%, en glissement mensuel, contre une baisse de 5,3% un mois auparavant. En glissement annuel, l'IPM hors énergie a enregistré un repli de 29,6%.

L'IPM des produits alimentaires a accusé une baisse de 7% en glissement mensuel. Cette variation qui résulte aussi bien de la régression de plus d'un quart des prix à l'importation du blé, que celle de 3,3% de ceux du maïs, reflète bien les évolutions observées au niveau de ces produits à l'échelle internationale.

La même tendance a marqué l'évolution de l'IPM des demi-produits avec un recul de 1% en juillet 2009. En glissement annuel, cette baisse s'établit à 26%, influencée par le recul des prix à l'import des matières plastiques, papier et cartons, suite à la contraction de la demande exprimée par les industriels pour les demi-produits.

En revanche, l'IPM des produits miniers a enregistré en juillet 2009, une progression de 3,4% par rapport au mois précédent, liée principalement à la hausse importante des prix unitaire à l'importation du soufre brut et ceux du cuivre conjuguée au recul de ceux du fer et acier. Jusqu'au mois de mai, l'évolution de l'IPM hors énergie reflétait celle de l'indice mondial des prix des matières premières hors énergie. Toutefois, l'IPM hors énergie enregistré en juin et juillet confirment le début d'une phase de divergence de cet indice de l'indice mondial des prix des matières premières hors énergie.

Graphique 3.19 : Evolution de l'indice des prix des matières premières mondial et de l'IPM hors énergie national



4. CONDITIONS MONÉTAIRES ET PRIX DES ACTIFS

Depuis la publication du rapport sur la politique monétaire de juin, les conditions monétaires ont évolué dans la même tendance, marquée par la poursuite du mouvement de ralentissement de la croissance monétaire et de décélération graduelle du rythme d'octroi des crédits. Cette évolution, qui s'est traduite par un excédent monétaire quasi nul au deuxième trimestre 2009, confirme la modération des pressions d'origine monétaire sur les prix. Ainsi, le rythme de croissance annuel de l'agrégat M3 est revenu de 8,3% au deuxième trimestre à 6,8% en juillet, en relation avec le repli marqué des placements à terme, lié principalement au non renouvellement par l'OCP de ses dépôts à terme auprès du secteur bancaire. En dépit de la poursuite de sa décélération en glissement annuel, le crédit bancaire continue d'afficher une croissance soutenue, alimentée principalement par les concours alloués aux entreprises. S'agissant des taux débiteurs, et après trois trimestres de hausse, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le deuxième trimestre 2009, indiquent une baisse significative du taux moyen pondéré et ce, en relation avec le recul des taux appliqués aux facilités de trésorerie et aux crédits à l'équipement. Quant aux taux créditeurs, après avoir marqué une stabilisation au terme du deuxième trimestre, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois s'est inscrit en baisse en juillet 2009. Parallèlement, les indices boursiers se sont accrus par rapport au premier trimestre, avant de marquer un repli au mois de juillet. Les données à fin août montrent néanmoins une légère amélioration de ces indices. Quant à l'évolution du taux de change en juillet et août, le dirham s'est apprécié en moyenne de 3,34% face au dollar et s'est déprécié de 0,69% à l'égard de l'euro.

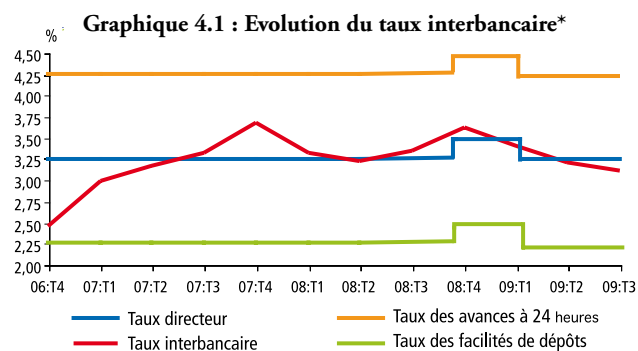
4.1 Conditions monétaires

4.1.1 Taux d'intérêt

Le Conseil de Bank Al-Maghrib a décidé, lors de sa dernière réunion du 16 juin 2009, de maintenir le taux directeur à son niveau de 3,25% et d'abaisser le taux de la réserve monétaire de deux points de pourcentage à 10% à compter du 1er juillet 2009. Dans ce contexte, le taux au jour le jour sur le marché monétaire interbancaire s'est établi à 3,12% en moyenne entre juillet et août, au lieu de 3,21% au cours du deuxième trimestre 2009.

Parallèlement, les taux des bons du Trésor à court terme émis sur le marché primaire, ont accusé globalement des baisses au terme du deuxième trimestre et en juillet 2009, poursuivant ainsi leur tendance baissière observée depuis le début de l'année. La même évolution a été constatée au niveau du marché secondaire tant pour les rendements à court terme que pour ceux assortissant les bons à moyen et à long termes.

S'agissant des taux créditeurs, après avoir marqué une stabilisation au cours du deuxième trimestre, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois, a reculé de 10 points de base revenant à 3,68% en juillet 2009.

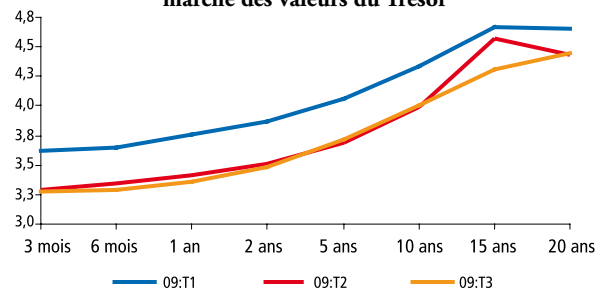


* L'observation du troisième trimestre 2009 correspond à la moyenne quotidienne de la période du 1^{er} juillet au 24 août 2009.

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

	2007		2008				2009	
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	juillet
13 semaines	3,63	3,58	3,41	3,42	3,69	3,58	-	3,25
26 semaines	3,58	3,59	-	-	3,77	3,65	3,28	3,28
52 semaines	3,55	3,62	3,53	3,51	3,84	3,75	3,34	3,35

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



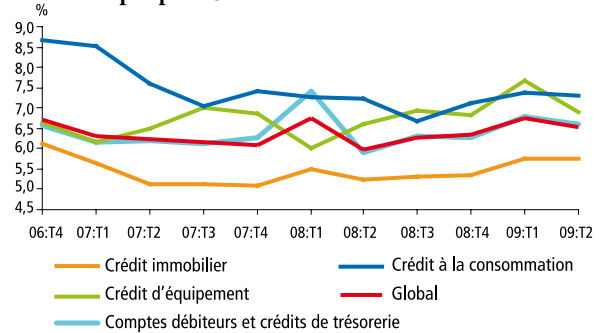
Au regard des conditions débitrices, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le deuxième trimestre 2009, font ressortir une baisse de 21 points de base du taux moyen pondéré, et ce après trois trimestres de hausses consécutives. Cette évolution, qui intervient parallèlement à la réduction de 25 points de base du taux directeur décidée en mars 2009 par le Conseil de la Banque (graphique 4.4), est attribuable au recul des taux appliqués aux facilités de trésorerie et aux crédits à l'équipement et, dans une moindre mesure, à la baisse des taux sur les crédits à la consommation. En revanche, les taux assortissant les prêts à l'immobilier demeurent stables par rapport au trimestre précédent.

Tableau 4.2 : Taux créditeurs* (placements à terme)

	2008				2009		
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	juillet
6 mois	3,37	3,55	3,50	3,90	3,61	3,52	3,42
12 mois	3,71	3,82	3,89	4,23	3,91	4,96	3,83
Moyenne pondérée	3,56	3,72	3,77	4,13	3,78	3,78	3,68

* Les données trimestrielles sont des moyennes simples des données mensuelles

Graphique 4.3 : Evolution des taux débiteurs



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

Au cours du deuxième trimestre de l'année 2009, l'insuffisance des trésoreries bancaires s'est creusée sous l'effet de l'évolution restrictive des facteurs autonomes de la liquidité bancaire. Ainsi, l'insuffisance moyenne des trésoreries bancaires est passée de 11,4 milliards au premier trimestre 2009 à 17,1 milliards au deuxième trimestre.

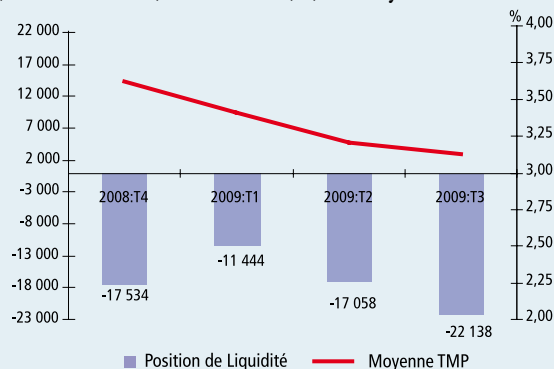
En effet, les opérations sur avoirs extérieurs ont induit une ponction de liquidité de 11,2 milliards de dirhams, en raison des opérations d'achats de devises par les banques commerciales, en nette hausse par rapport au trimestre précédent.

L'augmentation de la circulation de la monnaie fiduciaire, a atteint 2,1 milliards de dirhams en début de période estivale. En revanche, les opérations du Trésor ont été à l'origine d'une injection de liquidité de 6,9 milliards de dirhams, notamment en raison des remboursements de la dette publique intérieure.

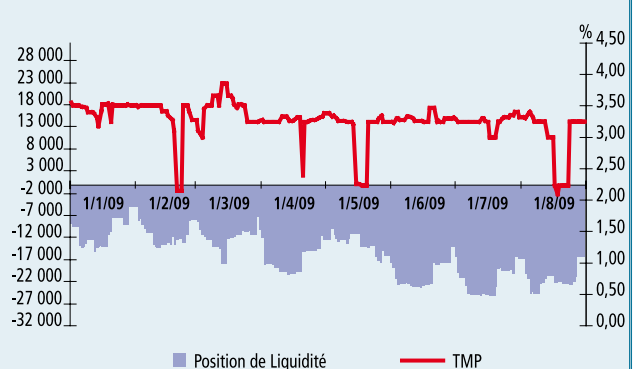
Globalement, les facteurs autonomes ont exercé un effet restrictif de 6,4 milliards de dirhams sur les trésoreries bancaires.

Compte tenu de l'important resserrement des trésoreries bancaires, le Conseil de Bank Al-Maghrib a décidé lors de sa réunion du 16 juin 2009 de réduire le ratio de la réserve monétaire de 2 points de pourcentage.

Graphique E 4.1.1 : Evolutions de la position de liquidité (millions de DH) et du TMP (%) en moyenne trimestrielle



Graphique E 4.1.2 : Position de liquidité (millions de DH) et TMP du marché monétaire interbancaire



La réduction du ratio de la réserve monétaire s'est traduite par une injection de liquidité globale de 7,3 milliards de dirhams répartie entre juin et juillet 2009

En dépit de cette injection de liquidité, l'insuffisance moyenne des trésoreries bancaires s'est accentuée passant de 17,1 milliards au deuxième trimestre 2009 à 22,1 milliards au troisième trimestre 2009, principalement en raison de l'évolution restrictive des facteurs autonomes.

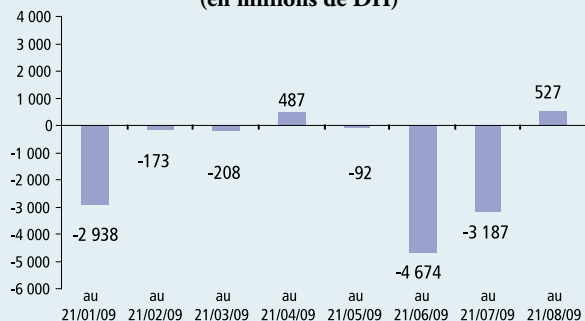
Au cours de ce trimestre, la circulation de la monnaie fiduciaire a exercé une incidence restrictive de 6,3 milliards de dirhams sur les trésoreries bancaires, principalement en raison des vacances d'été et des jours fériés

Les opérations du Trésor ont également été à l'origine d'une ponction de liquidité de 1 milliard de dirhams, attribuable notamment aux recettes fiscales ainsi qu'aux souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor. Les ressources du Trésor ont totalisé 41,4 milliards de dirhams, dont 8,2 milliards attribuables aux souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor. Les charges du Trésor se sont élevées à 40,4 milliards de dirhams, dont 10 milliards dus au remboursement des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire.

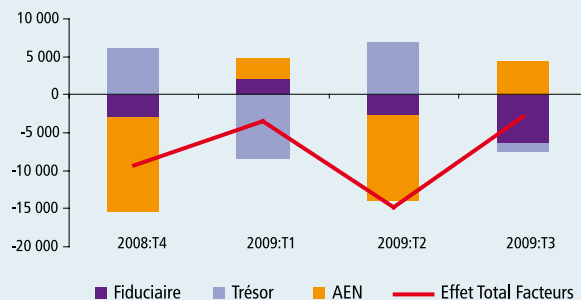
En revanche, les opérations sur avoirs extérieurs ont induit une injection de liquidité de 4,5 milliards de dirhams, principalement en raison de l'accélération des cessions de billets de banque étrangers qui ont atteint 13,1 milliards de dirhams, partiellement compensées par les achats de devises qui ont totalisé 8,6 milliards de dirhams compte tenu des opérations de couverture des importations et de conversion de dividendes.

Globalement, les facteurs autonomes ont exercé un effet restrictif de 2,9 milliards de dirhams sur les trésoreries bancaires.

Graphique E 4.1.3 : Variation des réserves obligatoires (en millions de DH)



Graphique E 4.1.4 : Evolution de l'effet des facteurs de liquidité (en millions de dirhams)

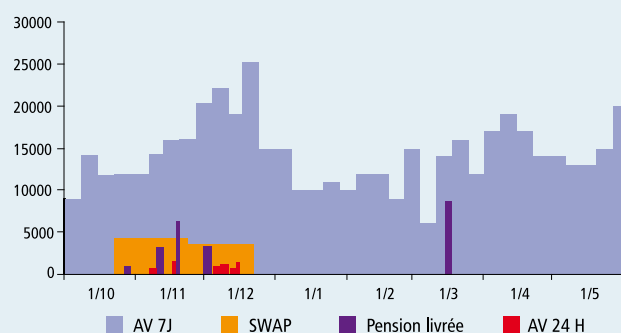


En vue de combler l'insuffisance des trésoreries bancaires qui atteint en moyenne 22,1 milliards au cours de ce trimestre, Bank Al-Maghrib est exclusivement intervenue au moyen des avances à 7 jours pour un montant quotidien moyen de 21,7 milliards de dirhams.

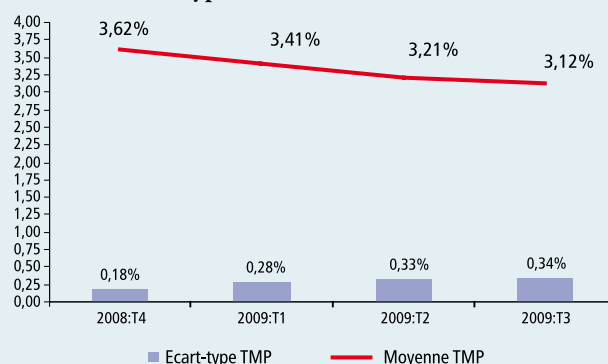
Au cours du troisième trimestre de l'année 2009, le taux moyen pondéré s'est établi en moyenne à 3,12%, en baisse de 8 points de base par rapport au trimestre précédent en raison de la baisse significative du taux interbancaire observée en fin de période de réserve s'achevant le 20 août 2009.

Dans ce contexte, la volatilité du TMP a augmenté de 1 point de base s'établissant à 0,34% contre 0,33% précédemment.

Graphique E 4.1.5 : Intervention de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire (en millions de DH)



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



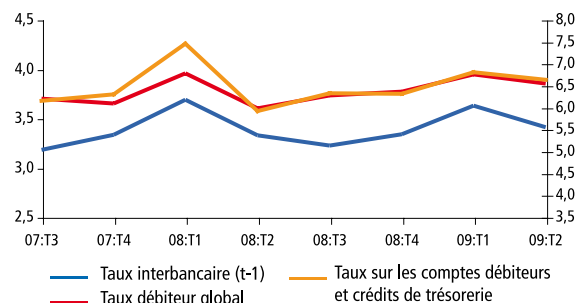
4.1.2 Monnaie, crédit et placements liquides

Evolution de M3

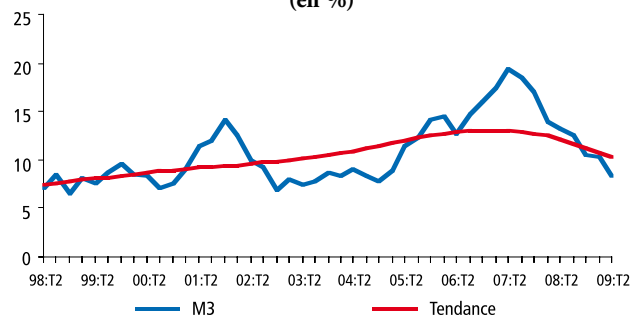
La décélération de la croissance annuelle de l'agrégat de monnaie M3 s'est poursuivie en juillet 2009, revenant de 8,3% au deuxième trimestre à 6,8%. Ce ralentissement est dû à celui du rythme de progression des placements à terme revenu de 18,1% à 7,6%, ne contribuant qu'à hauteur de 1,7 point de pourcentage à la création monétaire contre 4,6 points de pourcentage en moyenne depuis le début de l'année¹. Compte non tenu des placements à terme du secteur public, les avoirs à terme auprès des banques continuent de croître au même rythme que celui observé durant le second trimestre 2009, soit près de 18%.

En parallèle, le ralentissement de la progression annuelle de M3 en juillet traduit, en partie, un

Graphique 4.4 : Taux interbancaire et taux débiteurs



Graphique 4.5 : Croissance annuelle de M3 et sa tendance (en %)



¹ La baisse des placements à terme du secteur public est due au non renouvellement des dépôts à terme de l'OCP auprès du système bancaire, arrivés à échéance.

effet de base résultant de la forte expansion observée durant la même période de l'année passée et masque une certaine dynamique à court terme, notamment au niveau des encaisses les plus liquides recensées dans l'agrégat M1. En effet, la croissance mensuelle de M3 en juillet, de l'ordre de 1,3%, reflète outre l'accroissement de la circulation fiduciaire conformément à son profil saisonnier d'évolution habituel, une légère reprise de la constitution d'encaisses en monnaie scripturale, qui ont augmenté de près de 2% après plusieurs trimestres de ralentissement.

En particulier, les dépôts à vue des entreprises non financières semblent repartir à la hausse, probablement à la faveur d'un léger redressement de l'activité. En revanche les comptes à vue des particuliers résidents n'ont pas connu de variations significatives, leur croissance annuelle se limitant à 2,5% seulement, s'inscrivant dans le prolongement de la modération observée depuis le début de l'année 2007.

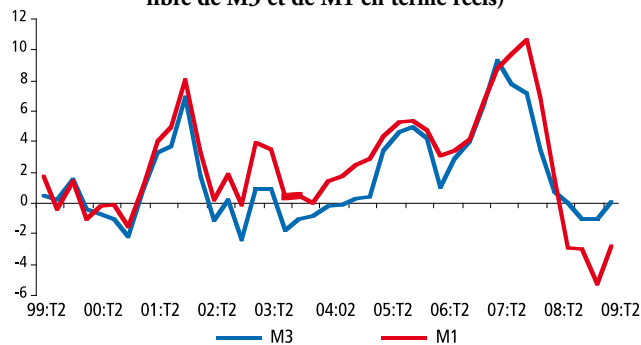
Crédit bancaire

Les dernières données disponibles indiquent un léger redressement à court terme du crédit bancaire. Ainsi, en juin et juillet 2009, le taux de croissance mensuel du crédit s'est établi, à 2,6% puis à 1,5%, soit les hausses les plus significatives depuis fin décembre 2008. Toutefois, en variation annuelle, son taux de progression est revenu de 18,3% au premier semestre 2009 à 16,6% en juillet, reflétant, en partie, un effet de base lié à son niveau exceptionnellement élevé au cours de la même période de l'année précédente.

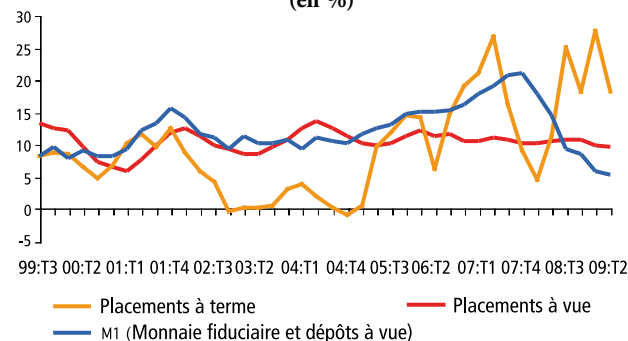
L'analyse par agent économique indique que la hausse récente du crédit a concerné essentiellement les concours alloués aux entreprises. Pour leur part, les crédits destinés aux particuliers, n'ont que légèrement augmenté.

La ventilation du crédit par objet économique laisse apparaître la poursuite du ralentissement du taux de croissance annuelle de l'ensemble des catégories, à l'exception de celui des facilités de

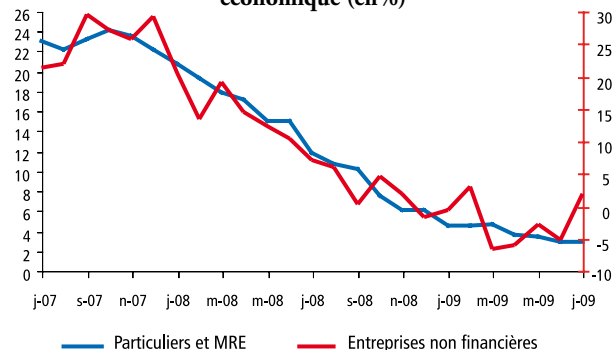
Graphique 4.6 : Excédent monétaire (en % de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en terme réels)



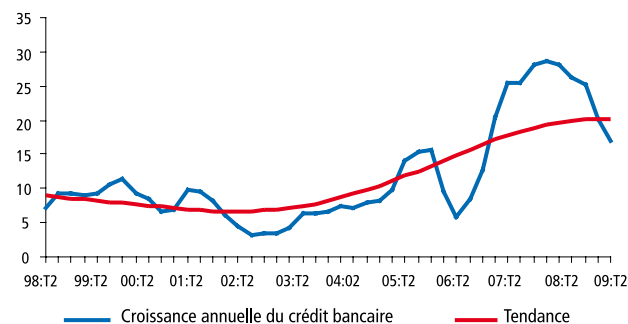
Graphique 4.7 : Evolution annuelle des composantes de M3 (en %)



Graphique 4.8 : Croissance annuelle des dépôts à vue par agent économique (en%)



Graphique 4.9 : Croissance annuelle du crédit bancaire et sa tendance (en%)



trésorerie et des crédits à l'équipement destinés en grande partie aux entreprises.

S'agissant des facilités de trésoreries, elles se sont accrues en juillet de 10,8%, après 7,5% le trimestre précédent, tirées principalement par la hausse de la demande émanant de certains secteurs, notamment le BTP et les industries manufacturières. Dans le même temps, les crédits à l'équipement continuent de croître à un rythme élevé, soit 24,4% en juillet contre 23,3% au deuxième trimestre 2009, reflétant essentiellement le bon comportement de l'investissement de certaines entreprises, notamment celles opérant dans le secteur de la production et de la distribution d'électricité et des produits pétroliers. En revanche, les prêts à l'immobilier et les crédits à la consommation ont poursuivi leur mouvement de décélération, revenant respectivement à 17,3% et à 22,8% en juillet au lieu de 20,8% et de 24,6% durant le deuxième trimestre 2009.

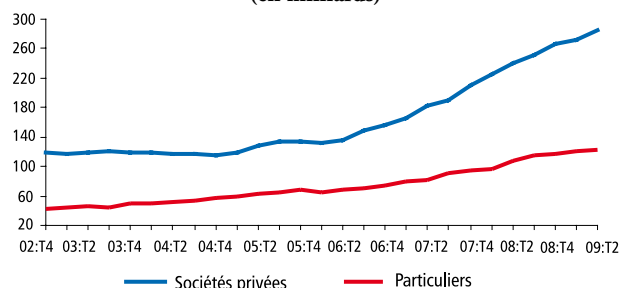
Autres sources de création monétaire

Poursuivant la tendance observée depuis octobre 2008, les avoirs extérieurs nets ont accusé une contraction de 8,8% en glissement annuel au cours du deuxième trimestre 2009 et de 14,3% en juillet. Outre la poursuite du creusement du déficit de la balance commerciale, cette baisse des réserves de change est liée à celle des recettes au titre des investissements et des prêts étrangers ainsi qu'au recul des recettes voyages et des transferts des MRE.

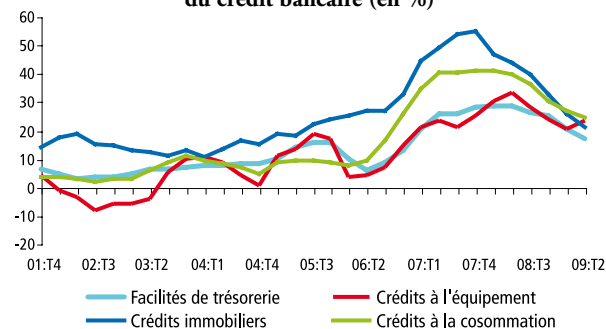
Concernant les créances nettes sur l'Etat, après quatre trimestres de baisses consécutives, elles ont enregistré une augmentation annuelle de 9,4% au deuxième trimestre 2009 et de 16,1% en juillet, sous l'effet principalement de la hausse du recours de Trésor aux banques et, dans une moindre mesure, de la diminution de la position nette du Trésor auprès de Bank Al-Maghrib.

Dans l'ensemble, les avoirs extérieurs nets et les créances nettes sur l'Etat ont contribué négativement, à hauteur de 3 points de

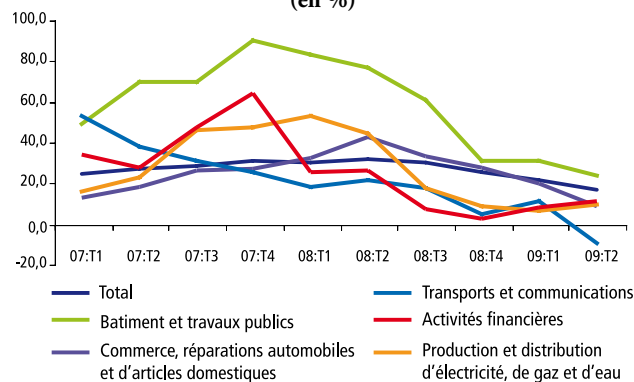
Graphique 4.10 : Structure des crédits par agent économique (en milliards)



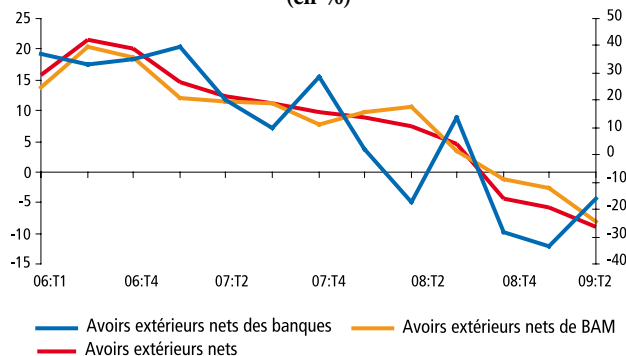
Graphique 4.11 : Evolution annuelle des principales catégories du crédit bancaire (en %)



Graphique 4.12 : Evolution des crédits par branche d'activité (en %)



Graphique 4.13 : Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets (en %)



pourcentage, à la croissance de M3 en juillet 2009, au profit du crédit bancaire qui explique près de 11,6 points de pourcentage de l'accroissement de la masse monétaire.

Placements liquides

Au terme du deuxième trimestre 2009, l'encours des placements liquides, en dépit de la hausse de 5,7% d'un trimestre à l'autre, reste inférieur de 8,2% par rapport à celui enregistré au cours de la même période de l'année précédente.

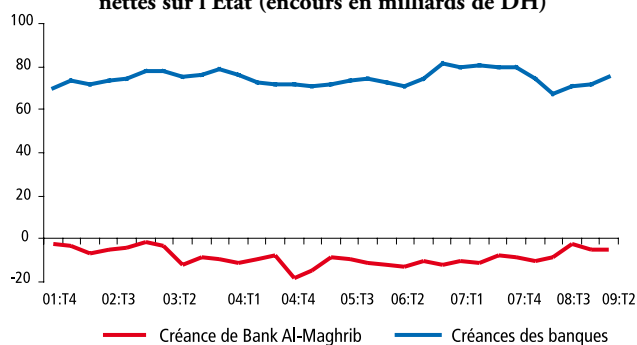
L'évolution trimestrielle des placements liquides est due principalement à l'accroissement des titres des OPCVM obligataires, qui semblent bénéficier tant de la demande des entreprises non financières que de l'appréciation de leur valeur, parallèlement à la baisse des rendements sur le marché des bons du Trésor. En revanche, le portefeuille des agents non financiers en titres des OPCVM actions et diversifiés s'est de nouveau contracté, en relation avec le fléchissement de la performance des cours sur la bourse de Casablanca. Pour leur part, les titres des OPCVM monétaires n'ont pas connu de variations significatives d'un trimestre à l'autre.

4.1.3 Taux de change

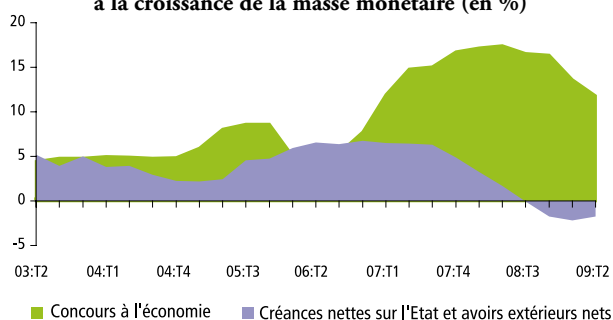
Au cours du deuxième trimestre 2009 et par rapport au trimestre précédent, la monnaie nationale s'est appréciée en moyenne de 7,96% face au yen japonais et de 3,66% vis-à-vis du dollar américain et ce, après plusieurs trimestres consécutifs de dépréciation. En revanche, elle s'est affaiblie contre la livre sterling et, dans une moindre mesure, à l'égard de l'euro, s'échangeant à des niveaux inférieurs respectivement de 3,95% et de 0,79% à ceux observés un trimestre auparavant. Le même profil d'évolution ressort de l'analyse des dernières données disponibles relatives au mois de juillet et d'août, le dirham s'étant apprécié en moyenne de 3,34% face au dollar et déprécié de 0,69% à l'égard de l'euro.

Le taux de change effectif nominal du dirham, calculé à partir des taux de change bilatéraux vis-

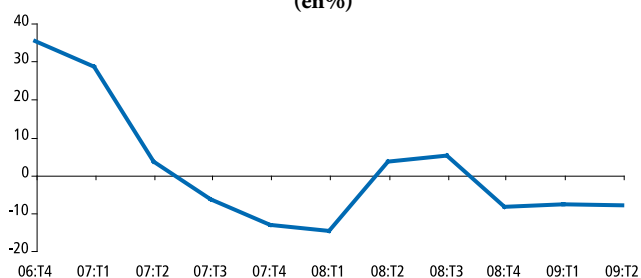
Graphique 4.14 : Evolution trimestrielle des créances nettes sur l'Etat (encours en milliards de DH)



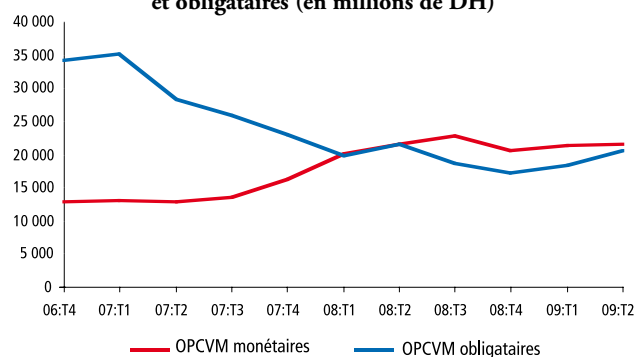
Graphique 4.15 : Contributions des principales contreparties à la croissance de la masse monétaire (en %)



Graphique 4.16 : Evolution annuelle des placements liquides (en%)



Graphique 4.17 : Evolution des titres des OPCVM monétaires et obligataires (en millions de DH)



à-vis des principaux partenaires du Maroc, s'est déprécié de 0,5% au deuxième trimestre 2009 par rapport à son niveau du trimestre précédent. Le taux de change effectif réel calculé par Bank Al-Maghrib, en corrélation avec celui calculé par le FMI, fait ressortir une dépréciation de 1,8% au deuxième trimestre 2009, qui s'explique pour l'essentiel par le différentiel d'inflation en faveur du Maroc.

4.2. Prix des actifs

Au terme du deuxième trimestre de l'année 2009, l'indice MASI s'est accru de 11,4% par rapport au premier trimestre, portant sa performance annuelle à 5,5%. En revanche, l'indice a marqué un repli de 5,3% au terme du mois de juillet, affichant une contre-performance de 0,1% depuis le début de l'année. Pour sa part, l'indice du secteur de l'immobilier s'est inscrit en hausse de 23,49% entre le premier trimestre et le deuxième trimestre de l'année 2009, et a accusé une baisse de 7,4% en juillet.

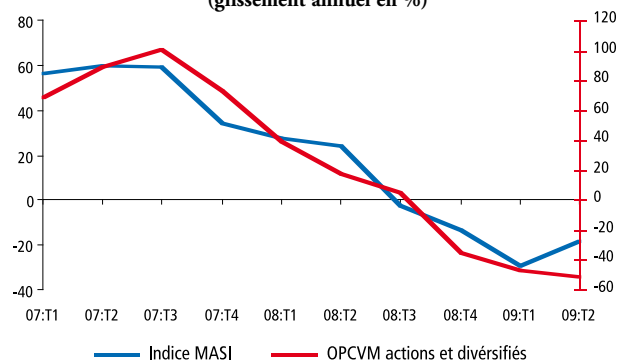
Quant au PER de la place de Casablanca, il est passé de 15 à 16,7 d'un trimestre à l'autre en liaison avec l'appréciation des cours et reste relativement élevé comparativement à d'autres marchés boursiers de pays émergents.

Pour sa part, le volume des transactions a enregistré une baisse de 43,6%, s'établissant à 25,7 milliards de dirhams au deuxième trimestre 2009, contre 46,1 milliards au terme du premier trimestre.

La capitalisation boursière a connu une hausse de 9% d'un trimestre à l'autre, atteignant près de 554 milliards de dirhams au lieu de 508,5 milliards de dirhams. Toutefois, les données les plus récentes font apparaître une baisse de la capitalisation boursière à l'issue des mois de juillet et août, atteignant respectivement 528,9 milliards de dirhams et 532,4 milliards.

Au niveau des indices sectoriels, exceptés quelques secteurs, dont celui des Loisirs & hôtels, celui des télécommunications et celui de

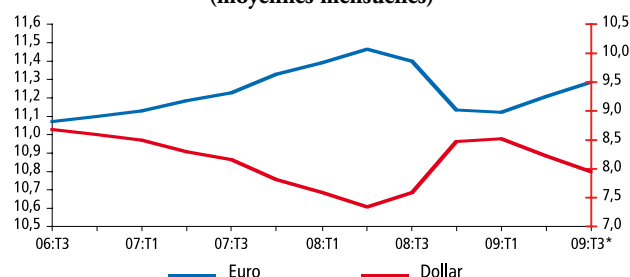
Graphique 4.18 : PL4 et Masi (glissement annuel en %)



* Données provisoires

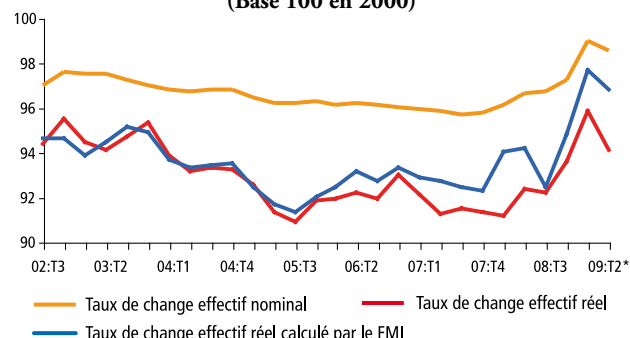
Source : calcul de BAM et du FMI

Graphique 4.19 : Taux de change du dirham (moyennes mensuelles)



* Le troisième trimestre 2009 correspond à la moyenne arithmétique des données des mois de juillet et août

Graphique 4.20 : Taux de change effectif* (Base 100 en 2000)



* Données provisoires

Source : calcul de BAM et du FMI

la sylviculture & papier qui ont enregistré des régressions respectives de 5,12%, de 1,26% et de 0,65%, la plupart des secteurs ont enregistré des variations positives. Ainsi, l'indice relatif aux mines ainsi que celui relatif aux équipements électroniques et électriques ont enregistré les plus importantes hausses avec 39,5% et 32,9% respectivement, tandis que les autres secteurs ont enregistré une hausse variant de 25,6% pour le secteur sociétés de portefeuilles-holdings à 9,9% pour le secteur de l'agroalimentaire.

Après plusieurs années de croissance rapide, le marché de l'immobilier semble connaître une accalmie au cours du premier semestre de l'année 2009¹, les prix étant stables, voire en légère baisse dans certaines villes. Par ailleurs, l'offre privée serait en baisse dans le segment social, en l'absence d'incitations fiscales.

Graphique 4.21 : Indices boursiers

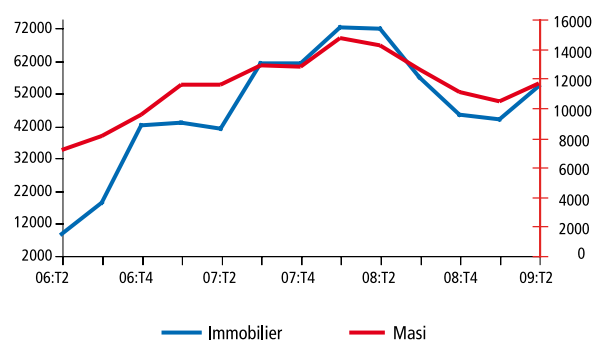
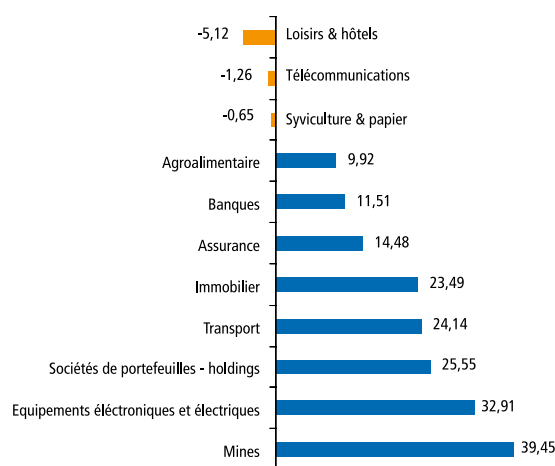


Tableau 4.3 : Valorisation du marché des actions

PER*	08 :T2	08 :T3	08:T4	09:T1	09:T2
Afrique du Sud	13,4	10,3	9,6	10,6	16,1
Egypte	13,9	11,6	7,7	8,7	14,5
Hongrie	7,4	6,6	5,8	8,0	10,8
Maroc	20,1	17,7	17,4	15,0	16,0
Argentine	10,3	6,7	5,7	6,2	10,0
Turquie	6,6	6,8	7,6	12,4	18,7
Taiwan	12,8	11,2	22,4	65,9	101,4
Euro Stoxx 50	10,2	10,0	9,2	13,0	20,7

* PER : Price Earnings Ratio
Sources : Bloomberg et CFG (PER Maroc)

Graphique 4.22 : Evolution des indices setoriels en glissement trimestriem, T2 2009/T1 2009, en %



¹ Sur la base d'une étude réalisée par le Ministère de l'Habitat, de l'Urbanisme et de l'Aménagement de l'Espace intitulée « Le secteur immobilier en 2009 : conjonctures et défis ».

5. ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

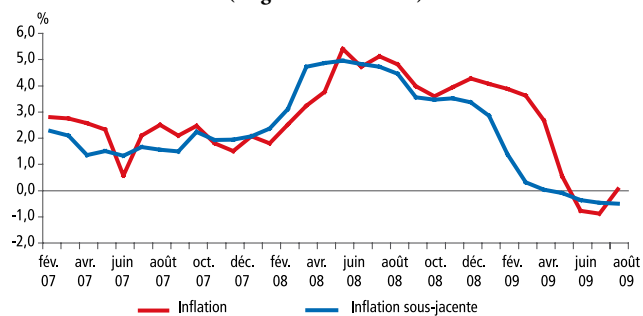
Dans un contexte marqué, au plan externe, par une atonie persistante de l'activité économique et un recul continu de l'inflation et, au plan interne, par une demande intérieure moins vigoureuse, l'inflation s'est établie, en glissement annuel, à 0 % en août après -1% en juillet et -0,9% en juin. Cette récente augmentation de l'inflation est attribuée exclusivement à la hausse des prix de certains produits alimentaires frais. Compte non tenu de ces chocs transitoires, l'évolution fondamentale des prix retracée par l'inflation sous-jacente fait ressortir la poursuite de l'atténuation des tensions inflationnistes telle que prévue lors du précédent Rapport sur la politique monétaire. En effet, l'inflation sous-jacente s'est inscrite à -0,6% en août et en juillet, après s'être établie à -0,5% en juin, en raison d'un effet de base au niveau des prix des céréales et des corps gras qui ont affiché des hausses exceptionnelles en 2008. La décomposition de l'ICV par groupes de produits montre que les prix des biens non échangeables ont contribué positivement à l'inflation globale, tandis que ceux des biens échangeables y ont contribué négativement. Ces derniers reflètent les fluctuations de l'inflation mondiale et des cours internationaux des matières premières qui ont commencé à montrer des signes de redressement, en liaison avec les anticipations concernant l'évolution de l'activité économique mondiale. Le recul de l'inflation s'est également reflété au niveau de l'indice des prix à la production industrielle, qui a régressé de 21,2% en juillet et de 20,5% en juin.

5.1 Evolution de l'inflation

La variation annuelle de l'indice du coût de la vie (ICV) s'est établie à 0% en août après avoir affiché des valeurs négatives de -1% en juillet et -0,9% en juin, soit les valeurs les plus faibles jamais enregistrées depuis mai 2003. En moyenne sur les huit premiers mois de 2009, l'inflation est revenue à 1,5% après 3,9% au cours de la même période de l'année précédente. Entamé depuis juin 2008, le mouvement baissier de l'inflation, qui s'est poursuivi jusqu'en juillet 2009, s'est interrompu en août, suite à la hausse des prix de certains produits alimentaires frais, notamment les viandes et les légumes. Cette évolution de l'inflation s'inscrit dans un contexte international caractérisé par un important excédent des capacités de production et, par une atonie persistante de l'activité, notamment dans certaines économies avancées et émergentes.

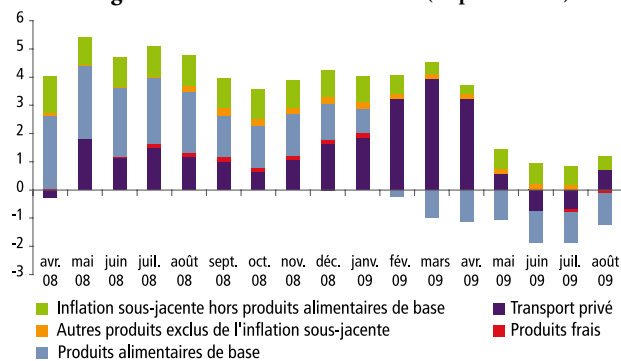
La ventilation de l'indice du coût de la vie par différents sous-groupes montre que la hausse récente de l'inflation est attribuée à celle des prix des viandes et des légumes frais de 5,8% et de 4,7% respectivement. Ces hausses ont plus que compensé la régression des prix des céréales de 10,6% et des corps gras de 8,1%, elle-même due à un effet de base lié à la forte augmentation

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



Sources : HCP et calculs de BAM

Graphique 5.2 : Contributions des principales composantes au glissement annuel de l'inflation (en points de %)



Sources : HCP et calculs de BAM

des cours internationaux des matières premières alimentaires et agricoles en 2008. En revanche, les prix de la rubrique « Lait, produits laitiers et œufs » ont vu leur rythme de progression passer de 2,2% à 2,9%.

La baisse des prix de certains produits alimentaires de base s'est répercutée sur l'inflation sous-jacente qui a atteint son plus bas niveau historique, soit -0,6% en août et en juillet, après -0,5% en juin, ramenant sa moyenne annuelle depuis le début de l'année à 0,3%. L'évolution des produits de base semble concorder avec celle de l'indice des prix à l'importation des produits alimentaires, faisant ressortir un repli de 7% en juillet.

Quant à l'indice des prix des produits non alimentaires, il a affiché un rythme d'accroissement modéré de 1% en août et en juillet après 1,3% en juin. Si le groupe « transport et communication » a contribué à ce ralentissement à travers la rubrique « transport privé », la plupart des autres groupes ont connu, en août, des taux de variation comparables à ceux enregistrés le mois précédent.

Il y a lieu de souligner que la baisse de 4,4% des tarifs du transport privé est due à un effet de base, lié à la hausse en juillet 2008 des prix internes de certains carburants, suite à la flambée des cours mondiaux du pétrole.

5.2 Biens et services

La décomposition du panier de l'ICV en biens et services indique que l'inflation annuelle des biens transformés qui s'est élevée à 0,6% en juin et en juillet, a sensiblement baissé pour s'établir à -0,1%. Ce recul s'explique en grande partie par la baisse des prix de la rubrique « corps gras », étroitement liés aux fluctuations des cours mondiaux des denrées alimentaires de base.

Pour sa part, l'indice des prix des biens non transformés a régressé de 0,4% au lieu de 4,8% en juillet et de 4,9% deux mois plus tôt, reflétant

Tableau 5.1 : Inflation et composantes

	Variation mensuelle (%)			Glissement annuel (%)		
	juin 09	juil. 09	août 09	juin 09	juil. 09	août 09
Inflation globale	-1,7	0,1	1,5	-0,9	-1,0	0,0
- Produits frais	-7,7	-0,2	7,2	-3,3	-3,0	3,4
- Transport privé	0,1	0,0	0,0	0,9	-4,4	-4,4
- Autres produits exclus de l'inflation sous-jacente	0,0	0,0	0,1	3,9	3,8	0,2
Inflation Sous-jacente	-0,1	0,1	0,1	-0,5	-0,6	-0,6
<i>dont :</i>						
- Produits alimentaires de base	-0,5	0,1	0,3	-7,3	-7,2	-7,2
- Autres produits alimentaires	-0,8	-0,1	0,1	1,4	0,4	0,1
- Habillement	0,0	0,1	0,1	1,4	1,5	1,4
- Habitation	0,0	0,1	0,1	0,6	0,6	0,7
- Equipement	0,1	0,0	0,0	1,4	1,0	0,9
- Soins médicaux	0,0	0,0	0,1	1,0	1,0	1,0
- Transport en commun et communication	0,2	0,0	0,1	1,5	1,5	1,5
- Loisirs et cultures	0,0	-0,1	0,0	1,8	1,7	1,7
- Autres biens et services	0,1	0,2	0,1	2,0	2,1	1,8

Sources : HCP et calculs de BAM

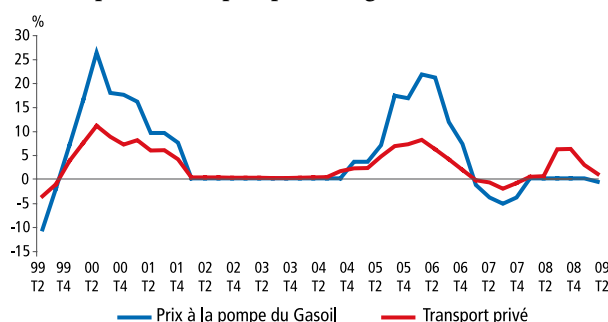
Tableau 5.2 : Prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur

Produits (Dh/Litre)	juil. 2008	sept. 2008	déc. 2008	fév. 2009	avril. 2009	juil. 2009	août 2009
Super carburant	11,25	11,25	11,25	10,25	10,25	10,25	10,25
Gasoil 350/50*	10,13	10,13	10,13	7,50	7,15	7,15	7,15
Fuel industriel (Dh/Tonne)	3374	3374	3374	3074	3074	3074	3074

* Le gasoil 50 PPM a remplacé le gasoil 350 en février 2009 et le gasoil ordinaire en avril 2009

Source : Ministère de l'Energie et des Mines

Graphique 5.3 : Prix du carburant à la pompe et prix du transport privé (en glissement annuel)



Sources : HCP, Ministère de l'Energie et des Mines

essentiellement la diminution des prix des céréales, des poissons et des fruits frais, qui a plus que compensé la hausse annuelle des prix des viandes et des légumes. Les prix de l'ensemble des biens transformés et non transformés, ont tiré l'inflation globale vers le bas à hauteur de -0,3 point de pourcentage.

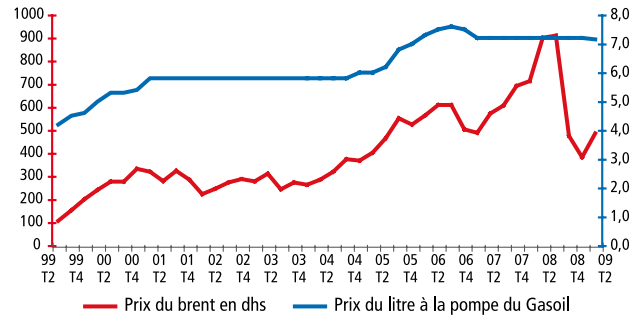
En revanche, les prix des services hors transport privé ont progressé à un rythme annuel de 1,4%, quasiment stable en comparaison avec le mois précédent, et contribué à hauteur de 0,4 point de pourcentage à l'inflation globale. Si les tarifs de la rubrique « restaurants, cafés et hôtels » ont connu des hausses soutenues en juillet et août en raison des effets de la saison estivale, la plupart des autres sous-groupes appartenant à la catégorie des services hors transport privé ont enregistré des taux de variation annuels relativement modérés et stables en août.

5.3 Biens échangeables et non échangeables

La ventilation de l'ICV en produits échangeables et non échangeables fait ressortir deux évolutions divergentes. En effet, l'indice des prix des produits échangeables, qui représente 43% de l'ICV global, s'est replié de 2,3% en août après les baisses de 4,5% en juillet et de 4,3% en juin. La contribution des prix de cette catégorie de biens à la variation de l'indice général a atteint -1,1 point de pourcentage en août. Cette évolution est imputable, à la fois, à l'incidence de l'abondance de l'offre de certains produits frais durant les deux derniers mois et à la régression continue des prix des céréales et des corps gras.

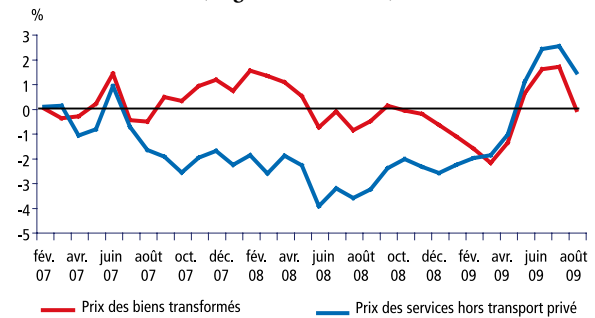
A l'inverse, la variation annuelle des prix des produits non échangeables s'est accélérée, ressortant à 2,1% en août au lieu de 1,6% en juillet et de 1,7% en juin. Cette évolution recouvre, d'une part, l'accentuation de la hausse des prix des viandes et l'augmentation soutenue des tarifs

Graphique 5.4 : Cours mondial du pétrole et prix à la pompe du gasoil au Maroc, en DH



Sources : FMI, Ministère de l'Energie et des Mines

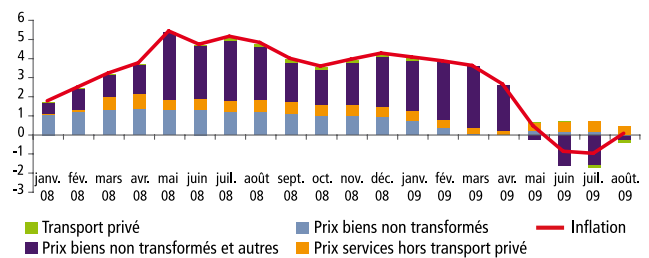
Graphique 5.5 : Prix relatifs des biens transformés et des services hors transport privé par rapport à l'inflation (en glissement annuel)*



(*) Ecart entre les taux d'inflation des biens transformés et des services hors transport privé et le taux d'inflation global

Sources : HCP et calculs de BAM

Graphique 5.6 : Contributions des prix des biens et services à l'inflation (en glissement annuel)



Sources : HCP et calculs de BAM

Tableau 5.3 : Indices des prix des biens et services

	Evolution en variation mensuelle (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	juin 09	juil. 09	août 09	juin 09	juil. 09	août 09
Biens transformés	-0,1	0,0	0,2	0,6	0,6	-0,1
Biens non transformés et autres	-5,7	-0,1	5,0	-4,9	-4,8	-0,4
Services hors transport privé	0,1	0,1	0,1	1,4	1,5	1,4
Transport privé	0,1	0,0	0,0	0,9	-4,4	-4,4

Sources : HCP et calculs de BAM

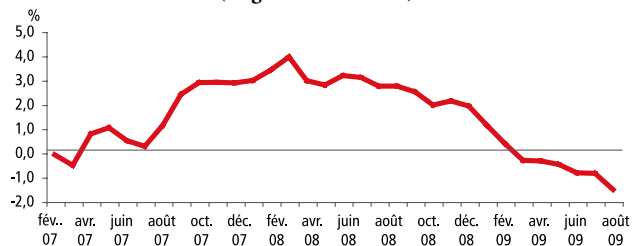
de la rubrique « restaurants, cafés et hôtels » et, d'autre part, la baisse de ceux du transport privé. La variation de l'indice des prix des produits non échangeables a contribué à l'inflation à hauteur de 1,1 point de pourcentage.

5.4 Indice des prix à la production industrielle

Les données du mois de juillet relatives aux prix à la production industrielle font état de la poursuite de la tendance baissière des coûts de production dans les principales branches industrielles, confirmant ainsi le rôle des facteurs d'offre dans l'atténuation observée et prévisible des tensions inflationnistes. En effet, l'indice des prix des industries manufacturières, calculé sur la base des prix sortie usine hors taxes et subventions, a accusé une baisse annuelle de 21,2% en juillet, après le repli de 20,5% observé le mois précédent. Ainsi, le recul des prix dans la branche cokéfaction et raffinage est resté quasi inchangé d'un mois à l'autre en juillet, s'établissant à -43,3%, contribuant négativement à hauteur de 15 points de pourcentage à la variation de l'indice global.

Hors raffinage et cokéfaction, les prix à la production des industries manufacturières ont régressé de 9,4% au lieu de 9,1% un mois auparavant, en liaison avec la diffusion retardée des baisses antérieures des cours mondiaux des matières premières hors énergie. La baisse a particulièrement concerné les prix dans les branches chimique et métallurgique qui ont enregistré une diminution de 36% et de 14,9% respectivement, et, dans une moindre mesure, les prix de la branche « travail des métaux » qui ont reculé de 5,6%. Quant aux coûts de production de l'industrie alimentaire, ils n'ont diminué que de 1,6%.

Graphique 5.7 : Ecart des taux d'inflation entre biens transformés et services hors transport privé (en glissement annuel)*



(*) Ecart entre le taux d'inflation des biens transformés et celui des services hors transport privé

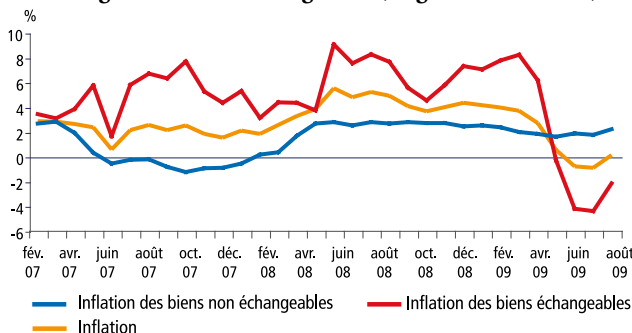
Sources : HCP et calculs de BAM

Tableau 5.4 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables

	Evolution en variation mensuelle (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	juin 09	juil. 09	août 09	juin 09	juil. 09	août 09
Biens échangeables	-4,4	-0,7	3,0	-4,3	-4,5	-2,3
Biens non échangeables	0,0	0,5	0,7	1,7	1,6	2,1

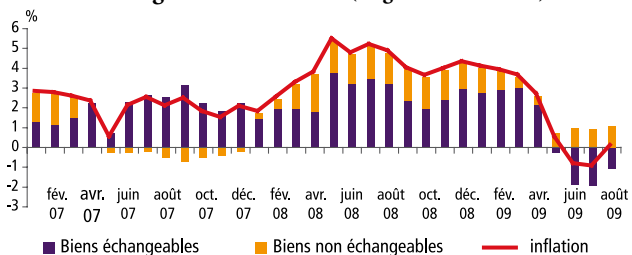
Sources : HCP et calculs de BAM

Graphique 5.8 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables (en glissement annuel)



Sources : HCP et calculs de BAM

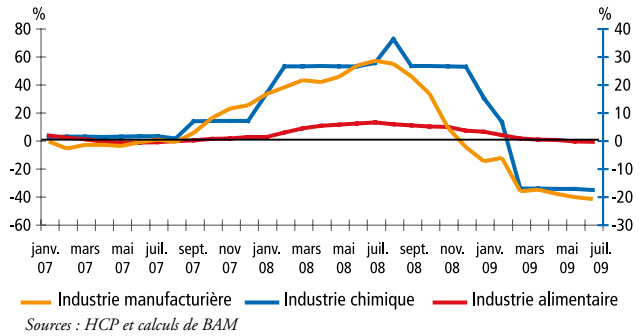
Graphique 5.9 : Contributions des échangeables et non échangeables à l'inflation (en glissement annuel)



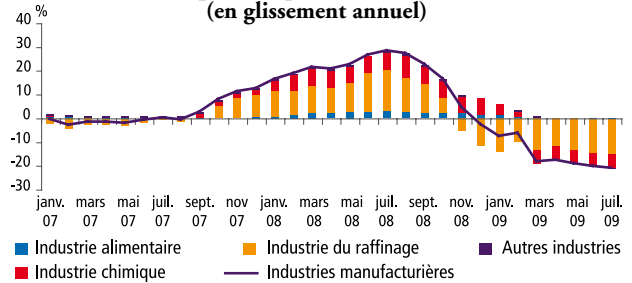
Sources : HCP et calculs de BAM

Les résultats de l'enquête de conjoncture de BAM de juillet confirment la tendance récente des prix à la production industrielle. Cependant, les appréciations des chefs d'entreprises pour les trois prochains mois laissent présager des évolutions divergentes. Les prix dans les branches du textile et du cuir risqueraient de diminuer, alors que les coûts de production du secteur chimique et para chimique pourraient s'inscrire en hausse.

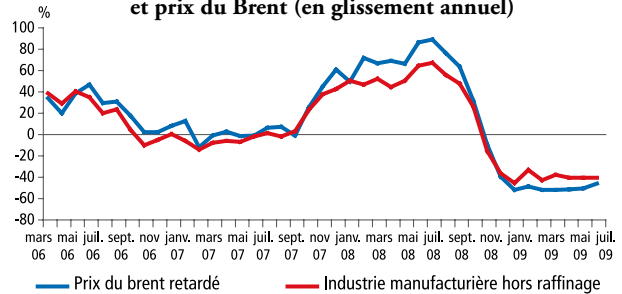
Graphique 5.10 : Evolution des indices des prix à la production industrielle (en glissement annuel)



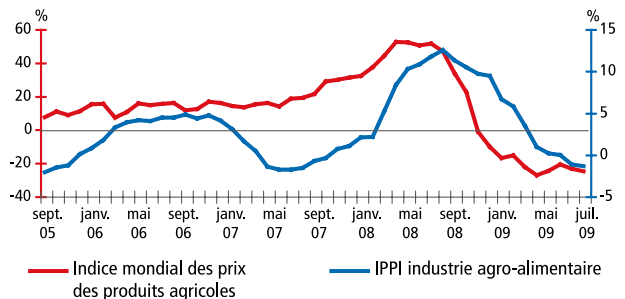
Graphique 5.11 : Contribution des principales rubriques à l'indice des prix à la production manufacturière (en glissement annuel)



Graphique 5.12 : Indice des prix de l'industrie de raffinage et prix du Brent (en glissement annuel)



Graphique 5.13 : Evolution des prix des produits alimentaires au Maroc et sur les marchés internationaux (en glissement annuel)



6. PERSPECTIVES DE L'INFLATION

Cette section présente l'évolution de l'inflation jugée la plus probable (prévision centrale) au cours des six prochains trimestres et examine les principaux risques qui lui sont associés (balance des risques). Le scénario de la prévision centrale est donc conditionné par les hypothèses et les évolutions envisagées pour une série de variables affectant l'activité et l'inflation. Sous l'hypothèse de la non matérialisation des principaux facteurs de risque identifiés, l'évolution de l'inflation à l'horizon des six prochains trimestres reste en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, avec une prévision moyenne de l'ordre de 1,1%. Au cours de l'année 2009, l'inflation devrait atteindre 1,2%, soit un taux nettement inférieur à la prévision présentée dans le dernier Rapport sur la Politique Monétaire (2,8%). Comparée au Rapport précédent, la prévision d'inflation a été largement revue à la baisse sur l'horizon de prévision (1,1% contre 2,4%). Les risques entourant la prévision centrale de l'inflation sont dans l'ensemble orientés à la baisse. Ils résultent des incertitudes qui entourent à la fois l'évolution de la conjoncture internationale et nationale. Les premiers étant essentiellement liés aux modalités de la sortie de la crise chez nos partenaires et les deuxièmes concernant l'évolution du marché du travail et la résilience des moteurs de croissance interne de l'économie nationale face à la crise mondiale.

6.1 Hypothèses du Scénario de base

6.1.1 Environnement international

Après plusieurs trimestres de croissance négative, les principales économies mondiales semblent manifester quelques signes de reprise depuis les dernières semaines. En effet, différents organismes s'accordent à dire que le « creux de la vague » est probablement passé, mais que la reprise sera faible.

Un rapport de l'OCDE publié au début du mois de septembre annonçait : « La reprise, suite à la récession mondiale, arrivera probablement plus tôt que cela n'avait été prévu il y a quelques mois. Le rythme de l'activité restera néanmoins faible pendant une bonne partie de l'année prochaine ». Pour sa part, le Fonds monétaire international (FMI) a revu à la hausse ses prévisions de croissance pour 2009 et 2010.

Il anticipe désormais une contraction de 1,3% du produit intérieur brut (PIB) mondial cette année, contre une prévision précédente de -1,4%, et une croissance de 2,9% en 2010 au lieu de 2,5%.

Pour les économies avancées, le FMI anticipe une contraction de 3,7% cette année - un peu moins que les -3,8% prévus auparavant - suivie d'une croissance de 1,0% en 2010, au lieu de 0,6%.

De même, plusieurs économies ont vu leur prévision revue à la hausse pour 2010, notamment les Etats-Unis (1,2% au lieu de 0,8%) la zone euro (0% contre -0,3% en 2010), et la France (0,8% au lieu de 0,4%).

Les principales incertitudes qui pèsent sur l'évolution de la croissance mondiale restent d'une part liées aux évolutions du marché du travail en raison de la poursuite de la hausse des taux de chômage, et d'autre part à la baisse du rythme des crédits distribués et à la solidité des systèmes bancaires.

Sur la base de ces évolutions, nous retenons pour hypothèse dans notre scénario central un taux de croissance des principaux pays partenaires à savoir l'Allemagne, l'Espagne, la France et l'Italie de -3,6% en 2009 et de -0,2% en 2010. Il est à noter 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.

Les derniers chiffres publiés concernant l'inflation montrent qu'elle poursuit sa tendance baissière aux Etats-Unis comme en Europe. Ainsi, selon les dernières prévisions de la BCE, elle devrait passer de 3,3% en 2008 à 0,4% en 2009. Il est à souligner que les analystes de la BCE, comme ceux de l'OCDE, considèrent que cette évolution est principalement due à un important effet de base lié aux niveaux

de prix des matières premières et du pétrole très élevés en 2008. Toutefois, les conditions économiques encore fragiles devraient contribuer à réduire les pressions inflationnistes. Ainsi, pour 2010, l'inflation devrait se situer dans la zone euro autour de 1,2% selon la BCE.

Ces évolutions tendent à indiquer une réduction des tensions inflationnistes émanant des prix à l'import comme tend à le confirmer l'évolution récente des indices de valeurs unitaires à l'importation développés par Bank Al-Maghrib. Ainsi, les modèles de prévisions font état pour cet exercice d'une baisse des prix à l'importation.

6.1.2. Environnement national

Dans un contexte de ralentissement de la demande étrangère adressée au Maroc, la croissance économique est essentiellement tirée par la performance des activités agricoles. En effet, la production céréalière s'est élevée à 102 millions de quintaux, soit près du double de la récolte précédente.

La croissance du PIB devrait se situer autour de 5,3% au cours de l'année 2009, reflétant ainsi une grande performance du secteur agricole, et des réalisations inférieures aux tendances historiques des secteurs non agricoles, autour de 2,3%.

Pour la prochaine campagne agricole 2010-2011, le scénario central de prévision est de 75 millions de quintaux. En raison des taux de remplissage actuels des barrages, ce niveau est supérieur au scénario d'une campagne moyenne habituellement retenue (60 millions de quintaux) à cette période de l'année.

Si la croissance des pays partenaires s'inscrit dans les tendances décrites dans la première partie de ce chapitre, l'évolution des activités non agricoles en 2010 devrait continuer à être inférieure aux moyennes historiques constatées.

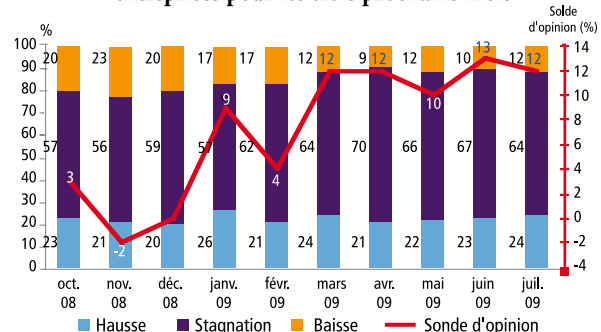
Les dernières statistiques du marché du travail datant du deuxième trimestre 2009 indiquent

une baisse de 1% du taux de chômage à la fois en milieu rural et urbain (voir le chapitre 2). En effet, l'augmentation du chômage dans les secteurs dépendant de la demande extérieure a été largement compensée par les créations nettes d'emploi dans le secteur de l'agriculture, les BTP et les Services. Cependant, les perspectives de croissance mitigées pointent vers une possible dégradation du marché du travail dans les prochains trimestres. L'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib du mois de juillet indique que les professionnels anticipent une baisse ou une stabilité des effectifs employés dans le court terme.

Le niveau des cours du pétrole reste soutenable par rapport aux prévisions de la Loi de Finance (100\$ le baril). Ainsi, les dépenses de compensation ont baissé de 68%. Selon les prévisions du FMI, le prix du baril devrait se situer à 58 dollars pour 2009 et 70 dollars pour 2010. Le scénario de prévision retient l'hypothèse d'une stagnation du prix à la pompe du gazoil 50 PPM au prix de 7,15 DH.

Selon les résultats de l'enquête de conjoncture dans le secteur industriel de Bank Al-Maghrib du mois de juillet, le pourcentage des chefs d'entreprises qui prévoient une stagnation de l'inflation pour les trois prochains mois est en recul par rapport au mois de juin. En revanche, la proportion de ceux qui anticipent un reflux de l'inflation étant en légère baisse par rapport à la même période.

Graphique 6.1 : Perception de l'inflation selon les chefs des entreprises pour les trois prochains mois



Source : Enquête mensuelle de conjoncture BAM

6.2 Prédiction d'inflation et balance des risques

Dans l'hypothèse de la non matérialisation des principaux risques, la prévision centrale à l'horizon des six prochains trimestres serait de l'ordre de 1,1%, en baisse par rapport au précédent RPM qui avait retenu une hypothèse de 2,4%.

Cette révision à la baisse s'explique d'une part par la baisse des prix des produits frais, ainsi que par l'impact retardé de la baisse des prix des matières premières alimentaires et agricoles à l'échelle mondiale. D'autre part, la baisse de l'inflation mondiale devrait se traduire par une baisse des prix des produits importés, d'où un ralentissement des tensions inflationnistes.

Ainsi, toutes les prévisions trimestrielles ont été revues à la baisse, faisant passer l'inflation annuelle en 2009 de 2,8% à 1,2%. L'inflation se situerait donc en dessous, de sa moyenne historique au cours des quatre prochains trimestres, avant d'y revenir vers la fin de l'horizon de prévision.

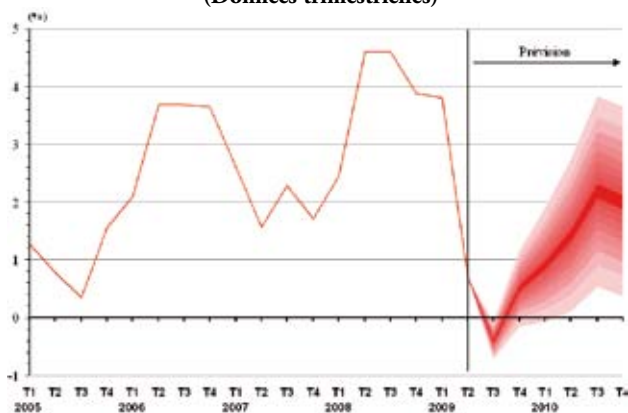
Tableau 6.1 : Prédiction de l'inflation pour 2009 T3-2010 T4

Glissement annuel

	2009		2010				Moyenne		Horizon de prévision
	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	2009	2010	
Prévision centrale (%)	-0,4	0,5	0,9	1,4	2,2	2,0	1,2	1,6	1,1

Ces prévisions se basent sur des 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 projeté. L'analyse de la balance des risques permet de dégager une fourchette de prévision asymétrique représentée sous la forme d'un Fan Chart (voir graphique 6.2).

Graphique 6.2 : Projections de l'inflation, 2009 T3-2010 T4 (Données trimestrielles)



Glissement annuel

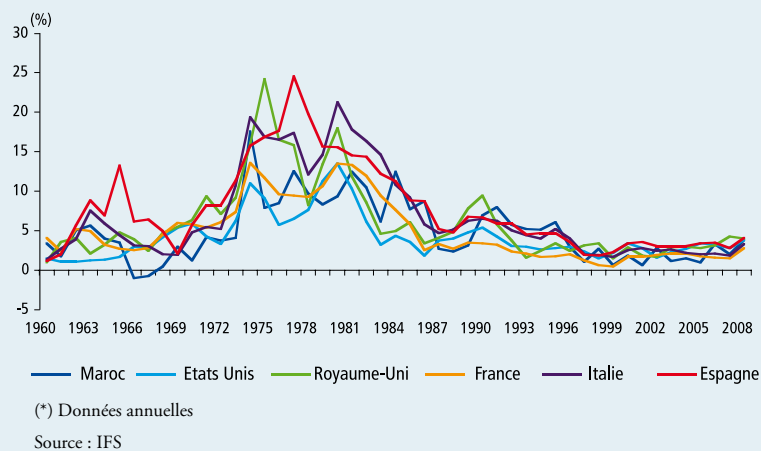
(*) Ce graphique représente l'intervalle de confiance relatif à la projection d'inflation dérivée à partir du scénario de base (rouge foncé) ; les intervalles de confiance de 10% jusqu'à 90% sont aussi reportés. Chaque addition d'intervalles de même couleur, de part et d'autre de la prévision centrale,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

Le fan chart de cet exercice de prévision se caractérise par un faible degré d'asymétrie impliquant l'existence de probabilités équivalentes de déviations du niveau d'inflation vers le haut ou vers le bas, par rapport à la prévision centrale. Cette asymétrie découle de différents risques liés, d'une part, aux incertitudes entourant l'évolution de la conjoncture internationale qui concernent les modalités de la sortie de la crise chez nos partenaires et, l'environnement national en relation avec l'évolution du marché du travail et la résilience des moteurs de croissance interne de l'économie nationale face à la crise mondiale. La matérialisation d'un ou de plusieurs de ces risques pourrait conduire à une déviation du niveau de l'inflation par rapport à la prévision centrale qui devrait se situer, avec une probabilité de 90%, dans la fourchette de prévision représentée sur le fan chart.

Encadré 6.1 : Un nouveau modèle statistique à changement structurel de régime* pour la prévision de l'inflation

La non-stationnarité des séries macroéconomiques marocaines et, en particulier celle de l'inflation, est l'une des problématiques sur lesquelles des travaux de recherches ont été engagés au sein de Bank Al-Maghrib depuis 2009. L'utilisation des tests de racine unitaire à changement structurel de régime a permis de montrer que la tendance de l'inflation au Maroc a connu entre 1960 et 2008 plusieurs ruptures dues à des facteurs internes (ouverture internationale, réformes structurelles, ...) et/ou externes (crises pétrolières, chutes des prix à l'importation, mondialisation, ...). L'utilisation de ce résultat a conduit à une nouvelle identification de la tendance de l'inflation au Maroc et, par conséquent, l'introduction d'un nouveau modèle statistique de prévision qui prend en compte les différentes ruptures identifiées au niveau de la tendance.

Graphique E 6.1 : L'évolution des prix au Maroc comparée à celle d'un échantillon de pays de l'OCDE



Le nouveau modèle BAM est estimé sur la base d'échantillons de cinquante ans d'observations, en deux fréquences mensuelle et trimestrielle. Il est composé de trois équations spécifiant successivement la tendance, les fluctuations et la variance. Une évaluation statistique de ce modèle sur une période suffisamment longue a permis de démontrer que ses qualités prévisionnelles, sur un horizon de prévision allant jusqu'à neuf trimestres, offrent une meilleure précision. Le modèle présente également l'avantage de prévoir la variance de l'inflation, ce qui devrait contribuer à une meilleure évaluation des incertitudes illustrées par les Fan Charts de prévision de l'inflation de Bank Al-Maghrib.

(*) SCARMA-EGARCH: Structural Change ARMA with Exponential GARCH component

Dépôt légal : 2007/0033

BANK AL-MAGRIB

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

Tél. : (212) 5 37 70 66 45

Fax : (212) 5 37 20 67 68

E mail : deri@bkam.ma

www.bkam.ma

بنك المغرب
بنك المغرب