



◆ RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE ◆

N° 23 / 2012

Document préparé pour  
le Conseil de Bank Al-Maghrib  
du 19 juin 2012





## Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour  
le Conseil de Bank Al-Maghrib  
du 19 juin 2012



بنك المغرب  
بنك المغرب

---

## LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

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

## SOMMAIRE

Liste des graphiques, des tableaux et des encadrés .....	5
Communiqué de presse .....	9
Aperçu général .....	11
<b>1. Orientation de l'offre et de la demande globale .....</b>	<b>13</b>
1.1 Production .....	13
1.2 Consommation .....	16
1.3 Investissement .....	17
1.4 Commerce extérieur .....	18
<b>2. Pressions sur les capacités de production et marché du travail .....</b>	<b>21</b>
2.1 Tensions sur les capacités de production .....	21
2.2 Tensions sur le marché du travail .....	22
<b>3. Environnement international et prix à l'importation .....</b>	<b>25</b>
3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde .....	25
3.2 Prix des matières premières et de l'inflation .....	32
3.3 Indice des valeurs unitaires à l'importation du Maroc .....	34
<b>4. Conditions monétaires et prix des actifs .....</b>	<b>36</b>
4.1 Conditions monétaires .....	36
4.2 Prix des actifs .....	43
<b>5. Evolution récente de l'inflation .....</b>	<b>46</b>
5.1 Evolution de l'inflation .....	46
5.2 Biens échangeables et biens non échangeables .....	47
5.3 Biens et services .....	48
5.4 Indice des prix à la production industrielle .....	49
5.5 Anticipations d'inflation .....	50
<b>6. Perspectives de l'inflation .....</b>	<b>51</b>
6.1 Hypothèses du Scénario de base .....	51
6.2 Prévision d'inflation et balance des risques .....	54

## LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Projections de la croissance T1 2012-T1 2013 .....	14
Graphique 1.2	: Evolution et prévisions de la production céréalière au 31 mai 2012 .....	14
Graphique 1.3	: Projections de la croissance non agricole T1 2012-T1 2013 .....	14
Graphique 1.4	: Evolution trimestrielle du Produit Intérieur Brut, de la valeur ajoutée agricole et non agricole .....	15
Graphique 1.5	: Variation des stocks.....	15
Graphique 1.6	: Evolution trimestrielle du produit intérieur brut non agricole national et du PIB des pays partenaires .....	15
Graphique 1.7	: Contributions en points de pourcentage des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance globale .....	15
Graphique 1.8	: Evolution en glissement annuel des valeurs ajoutées.....	16
Graphique 1.9	: Evolution, en glissement annuel, de la valeur ajoutée du BTP, des ventes cumulées de ciment et des crédits immobiliers .....	16
Graphique 1.10	: Production industrielle passée et prévue.....	16
Graphique 1.11	: Contributions des branches d'activités à la croissance globale .....	16
Graphique 1.12	: Indicateur composite avancé pondéré des pays partenaires.....	17
Graphique 1.13	: Evolution trimestrielle en glissement annuel de la consommation finale des ménages, des crédits à la consommation, et des recettes voyages .....	17
Graphique 1.14	: Evolution trimestrielle en glissement annuel de l'investissement total, de la valeur ajoutée non agricole, et des crédits à l'équipement.....	17
Graphique 1.15	: Evolution du climat général des affaires et des dépenses d'investissement.....	18
Graphique 1.16	: Variation des stocks, à prix courants.....	18
Graphique 1.17	: Cumul des exportations .....	19
Graphique 1.18	: Cumul des importations .....	19
Graphique 1.19	: Evolution des quantités et du prix du phosphate .....	19
Graphique 1.20	: Evolution des quantités et des prix du pétrole brut, du gasoil et fuel .....	20
Graphique 2.1	: Output-gap non agricole .....	21
Graphique 2.2	: Output-gap non agricole et inflation sous-jacente .....	21
Graphique 2.3	: Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie.....	22
Graphique 2.4	: Evolution des composantes du coût unitaire de production par secteur .....	22
Graphique 2.5	: Variation de la productivité apparente du travail .....	22
Graphique 2.6	: Effectif employé selon les secteurs d'activité .....	23
Graphique 2.7	: Augmentation des coûts unitaires de la main-d'oeuvre du secteur manufacturier marocain par rapport à d'autres pays, 2010 T4-2011 T4 .....	23
Graphique 2.8	: Variation de l'indice des salaires moyen dans le secteur privé en termes nominal et réel .....	24
Graphique 2.9	: SMIG en termes nominal et réel .....	24
Graphique 3.1	: Evolution du spread OIS-LIBOR.....	25
Graphique 3.2	: Evolution du TED spread.....	26
Graphique 3.3	: Evolution des taux de rendements des obligations d'Etat à 10 ans dans la zone euro et aux Etats-Unis .....	26
Graphique 3.4	: Evolution des CDS dans les pays périphériques de la zone euro.....	26
Graphique 3.5	: Evolution des CDS dans les pays émergents (Brésil, Russie, Inde, Chine) et au Maroc.....	27
Graphique 3.6	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées .....	27
Graphique 3.7	: Evolution de l'indice MSCI EM et du MASI.....	27
Graphique 3.8	: Evolution du VIX.....	27
Graphique 3.9	: Evolution du crédit aux Etats-Unis, dans la zone euro et au Maroc .....	28
Graphique 3.10	: Evolution du PIB dans le monde, dans la zone euro et les pays partenaires .....	28
Graphique 3.11	: Evolution du PIB dans les pays émergents (Brésil, Russie, Inde, Chine) et au Maroc .....	29
Graphique 3.12	: Output-gap des principaux pays partenaires .....	29
Graphique 3.13	: Evolution de l'ISM aux Etats-Unis.....	29
Graphique 3.14	: Evolution du PMI composite et manufacturier dans la zone euro.....	30
Graphique 3.15	: Evolution du taux de chômage mensuel aux Etats-Unis, dans la zone euro et les pays partenaires .....	30

Graphique 3.16	: Evolution du taux de variation du chômage pondéré des pays partenaires et du taux de croissance des transferts des MRE .....	30
Graphique 3.17	: Cours mondial du Brent en dollars .....	31
Graphique 3.18	: Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie.....	31
Graphique 3.19	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés.....	32
Graphique 3.20	: Perspectives d'évolution des indices des prix des matières premières .....	32
Graphique 3.21	: Indice des prix à l'import hors énergie .....	34
Graphique 3.22	: Indice des prix à l'import des produits alimentaires.....	34
Graphique 3.23	: Indice des prix à l'import des produits miniers .....	34
Graphique 3.24	: Indice des prix à l'import des demi-produits .....	35
Graphique 3.25	: Evolution de l'indice mondial des prix des matières premières et de l'IPM hors énergie national .....	35
Graphique 3.26	: Evolution des IPM .....	35
Graphique 4.1	: Evolution du taux interbancaire .....	36
Graphique 4.2	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché des valeurs du Trésor.....	37
Graphique E 4.1.1	: Evolution de la position de liquidité et du TMP en moyenne trimestrielle .....	37
Graphique E 4.1.2	: Position de liquidité et TMP du marché monétaire interbancaire.....	37
Graphique E 4.1.4	: Evolution de l'effet des facteurs de liquidité .....	38
Graphique E 4.1.3	: Variation des réserves obligatoires.....	38
Graphique E 4.1.5	: Interventions de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire .....	38
Graphique E 4.1.6	: Evolution de la moyenne et de l'écart-type du TMP du marché interbancaire .....	38
Graphique 4.3	: Evolution des taux débiteurs .....	39
Graphique 4.4	: Evolution du taux interbancaire et des taux débiteurs.....	39
Graphique 4.5	: Croissance de M3 et sa tendance .....	39
Graphique 4.6	: Excédent monétaire .....	39
Graphique 4.7	: Contributions des principales contreparties à la croissance de la masse monétaire .....	40
Graphique 4.8	: Evolution des principales composantes de M3 .....	40
Graphique 4.9	: Contributions des secteurs institutionnels à la croissance du total des dépôts .....	40
Graphique 4.10	: Croissance du crédit et sa tendance .....	40
Graphique 4.11	: Croissance des principales catégories du crédit .....	41
Graphique 4.12	: Contribution des différentes catégories à la croissance du crédit .....	41
Graphique 4.13	: Contribution des secteurs institutionnels à la croissance du crédit .....	41
Graphique 4.14	: Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets.....	41
Graphique 4.15	: Evolution trimestrielle de l'encours des créances nettes sur l'administration centrale .....	42
Graphique 4.16	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme .....	42
Graphique 4.17	: Evolution des agrégats PL1 et PL2 .....	42
Graphique 4.18	: Croissance de PL3 et du MASI .....	43
Graphique 4.19	: Taux de change du dirham .....	43
Graphique 4.20	: Taux de change effectif nominal et réel .....	43
Graphique 4.21	: Indice des prix des actifs immobiliers .....	43
Graphique 4.22	: Indice des prix des actifs immobiliers et crédits à l'habitat .....	44
Graphique 4.23	: Indice des prix des actifs immobiliers et indice boursier du secteur immobilier .....	44
Graphique 4.24	: Indices boursiers.....	44
Graphique 4.25	: Performance des indices sectoriels, entre avril et mai 2012 .....	45
Graphique 4.26	: Valorisation du marché boursier au Maroc et dans certains pays émergents au premier trimestre 2012 .....	45
Graphique 5.1	: Inflation et inflation sous-jacente .....	46
Graphique 5.2	: Contributions des prix des principales composantes à l'inflation .....	46
Graphique 5.3	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables .....	47
Graphique 5.4	: Contribution des échangeables et des non échangeables à l'inflation sous-jacente .....	48
Graphique 5.5	: Evolution des prix des biens échangeables et non échangeables et ceux des produits alimentaires volatils .....	48
	et produits réglementés .....	48
Graphique 5.6	: Evolution de l'inflation des biens échangeables et celle des partenaires commerciaux .....	49

Graphique 5.7 : Contributions des prix des biens et services à l'inflation .....	49
Graphique 5.8 : Evolution des indices des prix à la production industrielle .....	49
Graphique 5.9 : Contributions des principales rubriques à l'indice des prix à la production manufacturière .....	50
Graphique 5.10 : Evolution des prix à la production de l'industrie alimentaire au Maroc et des cours mondiaux des produits agricoles.....	50
Graphique 5.11 : Evolution des prix des produits industriels pour les trois prochains mois .....	50
Graphique 5.12 : Anticipations de l'inflation selon les chefs des entreprises pour les trois prochains mois.....	50
Graphique 6.1 : Projections de l'inflation 2012 T2 - 2013 T3.....	55

## LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1 : Evolution du PIB trimestriel aux prix chaînés .....	13
Tableau 1.2 : Evolution de la balance commerciale au terme du mois d'avril 2012.....	18
Tableau 2.1 : Indicateurs trimestriels d'activités et de chômage par milieu de résidence .....	23
Tableau 3.1 : Evolution de la croissance trimestrielle, en glissement annuel .....	28
Tableau 3.2 : Perspectives de la croissance dans le monde.....	29
Tableau 3.3 : Evolution du taux de chômage aux Etats-Unis, dans la zone euro et dans les pays partenaires .....	30
Tableau 3.4 : Futures du prix du pétrole.....	31
Tableau 3.5 : Futures des prix du blé du maïs et du sucre .....	31
Tableau 3.6 : Evolution des prix des matières premières .....	32
Tableau 3.7 : Evolution récente de l'inflation dans le monde .....	34
Tableau 3.8 : Evolution de l'IPM .....	35
Tableau 4.1 : Evolution des taux de rendement des bons du Trésor sur le marché primaire .....	36
Tableau 4.2 : Taux créditeurs .....	37
Tableau 4.3 : Valorisation du marché des actions.....	45
Tableau 5.1 : Inflation et ses composantes .....	47
Tableau 5.2 : Prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur .....	47
Tableau 5.3 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX .....	48
Tableau 5.4 : Contribution des prix des biens échangeables et non échangeables à l'inflation globale .....	48
Tableau 5.5 : Indices des prix des biens et services.....	49
Tableau 6.1 : Prévision de l'inflation pour 2012 T2 –2013 T3.....	54

## LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 4.1 : Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire .....	37
--	----



بنك المغرب  
بنك المغرب

---

## COMMUNIQUÉ DE PRESSE

### REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 19 juin 2012

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu sa réunion trimestrielle le mardi 19 juin 2012.
2. Au cours de cette réunion, le Conseil a analysé et approuvé le Rapport annuel sur la situation économique, monétaire et financière du pays, ainsi que sur les activités de la Banque, relatif à l'exercice 2011.
3. Le Conseil a également examiné l'évolution récente de la situation économique, monétaire et financière, ainsi que les prévisions d'inflation à l'horizon du troisième trimestre 2013.
4. Le Conseil a noté que l'évolution de l'inflation est restée modérée, en ligne avec l'appréciation faite lors de sa réunion de mars dernier. Après 0,4% en février et 0,3% en mars, l'inflation en glissement annuel s'est établie à 1,2% en avril 2012 principalement tirée par la hausse des prix des produits alimentaires volatils. L'inflation sous-jacente n'a pas connu de variations notables d'un mois à l'autre, se stabilisant autour de 0,8% en mars et avril, après 1,4% en février. Ce ralentissement découle en grande partie de la baisse en mars de 9,5% en variation mensuelle et de 22,3%, en glissement annuel, des tarifs de la rubrique « services de téléphonie et télécopie ». Par ailleurs, le ralentissement des prix internationaux des produits énergétiques et la baisse de ceux hors énergie continuent au niveau interne de se transmettre aux prix à la production industrielle, dont la hausse en glissement annuel s'est établie à 6,5% en avril, après 7,2% en mars et 8,7% en février.
5. L'environnement international reste marqué par d'importantes incertitudes, notamment dans la zone euro. Les résultats des comptes nationaux du premier trimestre 2012 indiquent en effet une croissance nulle dans cette région, tandis qu'une légère amélioration est observée aux Etats-Unis. Cependant, après un premier trimestre caractérisé par une certaine accalmie, les indicateurs financiers d'avril et de mai montrent l'émergence de nouvelles difficultés, sous l'effet essentiellement des risques inhérents aux situations budgétaire et politique dans la zone euro. Au total, l'atténuation de l'inflation au niveau international et l'affaiblissement de l'activité chez les pays partenaires du Maroc laissent indiquer que les tensions inflationnistes d'origine externe devraient rester modérées au cours des prochains trimestres.
6. Au niveau national, la prévision de croissance devrait se maintenir à moins de 3% pour le PIB global et entre 3% et 4% pour sa composante non agricole, en liaison avec la matérialisation des risques liés au ralentissement de l'activité des principaux partenaires et la baisse de la production céréalière. Au niveau des comptes extérieurs, les données provisoires indiquent que le déficit commercial s'est de nouveau aggravé à fin mai, tandis que le rythme d'accroissement des transferts des MRE a ralenti revenant en glissement annuel de 8,2% à 2%, et celui des recettes de voyages a baissé de 0,2% après une hausse de 13% à fin mai 2011. Pour leur part, les investissements directs étrangers nets se sont inscrits en repli de 11,8%. Compte tenu des autres éléments du compte de capital et d'opérations financières, les réserves de change ont enregistré une baisse proche de 15,5% par rapport à leur niveau de mai 2011, pour s'établir à plus de 4 mois d'importations de biens et services.

7. L'analyse des évolutions monétaires à fin avril 2012 fait apparaître une hausse de 5,2% de M3 en glissement annuel, après 5,5% au premier trimestre. Le taux de progression du crédit bancaire est pour sa part revenu de 9% à 6,9% entre le premier trimestre 2012 et le mois d'avril, celui des crédits au secteur privé ayant décéléré de 7% à 5,1%. Dans ce contexte, l'écart monétaire s'est maintenu à un niveau négatif, dénotant l'absence de pressions d'origine monétaire sur les prix. Pour cette année, le rythme de progression du crédit bancaire devrait se situer entre 7% et 8%, soit un niveau proche de son rythme de long terme.
8. Sur la base de l'ensemble de ces éléments, et compte tenu de la décision d'augmentation des prix des produits énergétiques prise récemment par le Gouvernement, la prévision centrale de l'inflation ressort en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. Ainsi, au terme de l'horizon de prévision, soit le troisième trimestre 2013, l'inflation devrait s'établir à environ 2%. Quant à l'inflation sous-jacente, elle devrait rester modérée, ne dépassant pas 2%. La prévision moyenne de l'inflation en 2012 a été révisée à la baisse de 1,7% à 1,4%, en liaison notamment avec l'effet ponctuel du nouveau recul des prix des services de communication.
9. Dans ce contexte, caractérisé par une orientation globalement neutre de la balance des risques et une prévision centrale de l'inflation durablement en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, le Conseil a décidé de maintenir inchangé le taux directeur à 3%.

---

## APERÇU GÉNÉRAL

En ligne avec l'appréciation faite par le Conseil lors de sa réunion de mars dernier, l'évolution des prix à la consommation est restée modérée. Après avoir atteint 0,4% en février et 0,3% en mars, l'inflation en glissement annuel s'est en effet située à 1,2% en avril 2012, après 0,9% sur l'ensemble de l'année 2011. Pour sa part, l'inflation sous-jacente s'est stabilisée autour de 0,8% en mars et en avril, après 1,4% en février. Cette évolution reflète une quasi-stabilité de l'inflation des biens échangeables, dans un contexte de reflux des tensions inflationnistes à l'échelle internationale. Elle tient également à un net repli des prix des non échangeables, en liaison d'une part, avec la poursuite de la modération des tensions inflationnistes sur le plan interne, et d'autre part, avec un nouveau recul des prix de certains services de communication. Par ailleurs, le ralentissement des prix des produits énergétiques et la baisse de ceux hors énergie se sont partiellement diffusés aux prix à la production industrielle, dont la progression, en glissement annuel, est passée de 8,7% en février et 7,2% en mars à 6,5% en avril.

Au niveau de l'environnement international, l'activité économique reste caractérisée par la faiblesse de la croissance, avec une ampleur différenciée entre les pays avancés et émergents. Les résultats des comptes nationaux du premier trimestre 2012 indiquent cependant une légère amélioration aux Etats-Unis, alors que la croissance a été nulle dans la zone euro. Dans les pays émergents, la croissance, bien qu'en décélération, demeure relativement vigoureuse, favorisée en cela par l'assouplissement des politiques macroéconomiques. Sur le marché de l'emploi, les dernières données disponibles font ressortir le maintien du taux de chômage à des niveaux élevés, dans la majorité des pays avancés, à l'exception de l'Allemagne. Quant aux prix des matières premières, ils ont poursuivi leur mouvement baissier, entamé au mois précédent, contribuant ainsi à la modération des tensions inflationnistes à l'échelle internationale.

S'agissant des conditions financières, les marchés ont connu des tensions durant les deux premiers mois du deuxième trimestre, après l'amélioration observée au premier trimestre, imputables essentiellement aux incertitudes entourant les situations budgétaire et politique dans la zone euro. Cela s'est traduit par de nouvelles hausses des rendements des titres souverains, notamment pour la Grèce, l'Espagne, l'Italie et l'Irlande. Sur les marchés boursiers, les principaux indices ont diminué aussi bien dans les pays avancés qu'émergents, tandis que sur les marchés de change, l'euro a marqué une nouvelle dépréciation par rapport aux principales devises.

Sur le plan national, les données disponibles à fin avril 2012, relatives aux échanges extérieurs, ont fait ressortir une aggravation de 6% du déficit commercial par rapport à la même période de l'année précédente, se situant à 64,2 milliards de dirhams. Le rythme d'accroissement des exportations a ralenti à 5%, avec une hausse de 5% des exportations hors phosphates et dérivés. Les importations ont augmenté de 5,7%, avec des progressions respectives de 15,6% et de 2,5% pour les produits énergétiques et ceux hors énergie. Parallèlement, le rythme d'accroissement des transferts des MRE et celui des recettes de voyages sont revenus, respectivement, de 5,4% à 5,1% et de 13,8% à 1%, en une année. Pour leur part, les investissements directs étrangers nets se sont établis à 5,8 milliards de dirhams, en repli de 12,7% par rapport à fin avril 2011. Sur cette base et compte tenu des autres éléments du compte de capital, les réserves de change, d'un montant de 156,5 milliards de dirhams, ont accusé une baisse de 12,2 milliards de dirhams par rapport à fin décembre 2011 et de 14%, en glissement annuel, revenant ainsi, à fin avril, de 6 mois et 3 jours à environ 4 mois et 18 jours d'importations de biens et services, en une année.

Dans ces conditions, les dernières estimations sur la base des indicateurs disponibles font ressortir une progression de près de 2% du PIB en moyenne au cours du premier semestre 2012. Au terme de ce semestre, la consommation aurait en effet maintenu un rythme de croissance soutenu, alors que l'investissement aurait connu un recul, qui devrait se poursuivre au cours des prochains trimestres, en liaison avec un processus anticipé de déstockage, après les niveaux exceptionnellement élevés de la variation des stocks atteint au cours des quatre dernières années. Sur l'ensemble de l'année, la matérialisation des facteurs de risques analysés dans le cadre du dernier Rapport sur la Politique Monétaire, notamment ceux liés à la performance agricole et à l'activité dans les principaux pays partenaires, se traduit par le maintien d'une prévision de croissance à moins de 3% pour le PIB global et entre 3% et 4% pour sa composante non agricole, ainsi que de la prévision de la production céréalière aux alentours de 40 millions de quintaux. L'output-gap non agricole, plus pertinent pour l'appréciation des tensions inflationnistes, devrait afficher des valeurs proches de zéro au cours des prochains trimestres.

Pour ce qui est des conditions monétaires, les données disponibles indiquent la modération du rythme de progression de la masse monétaire, l'agrégat M3 s'étant accru de 5,2% à fin avril, après 5,5% au premier trimestre 2012, maintenant ainsi l'écart monétaire à un niveau négatif. Parallèlement, la progression du crédit bancaire est revenue de 9% à 6,9%, reflétant le ralentissement des facilités de trésorerie et, dans une moindre mesure, celui des crédits immobiliers. S'agissant des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib, auprès des banques, montrent une diminution de 13 points de base du taux moyen pondéré du crédit pour le premier trimestre 2012, sous l'effet, essentiellement, du repli des taux appliqués aux facilités de trésorerie et aux crédits immobiliers. Concernant le taux de change effectif du dirham, il s'est déprécié de 0,68% d'un trimestre à l'autre en termes nominaux et de 1,1% en termes réels, en raison d'un différentiel d'inflation en faveur du Maroc. Pour sa part, l'indice des prix des actifs immobiliers s'est accru, en glissement annuel, de 1,1% au premier trimestre 2012, après 2,8% un trimestre auparavant.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments, l'inflation devrait rester globalement en ligne avec l'objectif de stabilité des prix à moyen terme. Au terme de l'horizon de prévision, soit le troisième trimestre 2013, l'inflation se situerait à 2%, alors qu'en moyenne, sur le même horizon, elle s'établirait à 1,9%. Comparativement à l'exercice précédent (RPM mars 2012), la prévision de l'inflation pour l'année 2012 a été revue à la baisse, ressortant à 1,4% au lieu de 1,7%, en raison de l'ampleur importante de la baisse de certains services de communication en mars dernier.

Enfin, la balance des risques entourant la prévision centrale, ressort globalement neutre, considérant l'effet divergent, au plan interne, de l'incertitude relative aux effets du second tour du relèvement des prix des carburants à la pompe et du SMIG et, au plan externe, de l'évolution défavorable de l'environnement international et de la baisse relative des prix des matières premières.

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

Au quatrième trimestre 2011, la croissance du PIB global s'est établie à 5,3%, recouvrant une croissance non agricole de près de 5,4% et une progression de la valeur ajoutée agricole de 4,5%, après 4,1% un trimestre auparavant. Sur l'ensemble de l'année 2011, la croissance s'est établie à 5%, avec une hausse de 5,6% de la valeur ajoutée agricole et une augmentation de 4,9% du PIB non agricole, soit des évolutions globalement en ligne avec les dernières estimations de Bank Al-Maghrib. Au premier trimestre 2012, la croissance globale aurait ralenti à 2%, reflétant l'effet conjugué de l'impact défavorable de la conjoncture chez les principaux pays partenaires ainsi que le net recul de l'activité agricole. Au terme de ce trimestre, la consommation aurait maintenu un rythme de croissance soutenu, comme en témoignent les indicateurs coïncidents disponibles. En revanche, en liaison avec un processus anticipé de déstockage, après les niveaux exceptionnellement élevés de la variation des stocks atteint au cours des quatre dernières années, l'investissement<sup>1</sup> aurait connu un recul qui devrait persister au cours des prochains trimestres, impactant ainsi négativement la croissance. Sur l'ensemble de l'année 2012, en dépit de la relative résilience anticipée des activités non agricoles, la contraction de la valeur ajoutée primaire devrait ramener la croissance du PIB global à un rythme inférieur à 3%. La demande intérieure devrait continuer à soutenir la croissance, bien qu'à un moindre degré comparativement à 2011, tandis que la contribution de la demande extérieure nette devrait de nouveau être négative. Ces perspectives restent conditionnées par l'ampleur du ralentissement de l'activité au niveau des principaux partenaires ainsi que par le degré de diffusion du recul de la production céréalière vers les autres branches.

### 1.1 Production

En 2011, la croissance nationale s'est établie à 5%, à la faveur de la progression de 5,6% de la valeur ajoutée agricole et de 4,9% du PIB non agricole. Ces évolutions sont globalement en ligne avec les estimations de Bank Al-Maghrib publiées dans le cadre du rapport sur la politique monétaire de mars 2012.

Au premier trimestre 2012, l'estimation sur la base des indicateurs disponibles fait ressortir une croissance de 2%, en décélération comparativement aux quatre derniers trimestres. Cette évolution recouvre une baisse de 10,4% de la valeur ajoutée agricole et une croissance de 4,3% de celle non-agricole. La performance des activités non agricoles serait attribuable essentiellement au dynamisme des branches du BTP et de l'électricité et eau, ainsi que de l'évolution globalement positive des branches tertiaires, à l'exception des activités touristiques.

S'agissant des indicateurs conjoncturels les plus récents, ceux relatifs au secteur primaire confirment le faible niveau de la production céréalière. En effet, le cumul pluviométrique s'est inscrit en baisse, au 31 mai 2012, de près de 56% par rapport à la campagne précédente,

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

Branches d'activités en %	2010				2011				2012	
	TI	TII	TIII	TIV	TI	TII	TIII	TIV	TI <sub>E</sub>	TII <sub>P</sub>
Agriculture	0,6	-3,4	0,0	-3,6	3,7	4,6	4,1	4,5	-10,4	-12,5
<b>VA non agricole</b>	<b>6,0</b>	<b>4,4</b>	<b>4,3</b>	<b>2,3</b>	<b>4,8</b>	<b>4,2</b>	<b>4,7</b>	<b>5,8</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>
Industrie extractive	74,7	51,3	23,3	18,8	13,7	2,3	-1,8	9,2	-2,9	-2,2
Industrie de transformation	1,8	1,7	3,2	4,5	2,7	2,3	1,9	3,4	2,8	3,2
Electricité et eau	5,1	8,7	9,3	5,6	2,3	6,2	4,9	9,5	8,6	6,5
Bâtiment et travaux publics	5,9	3,7	1,4	-0,3	2,5	3,0	7,1	7,2	6,8	6,1
Commerce	2,8	-0,5	3,6	-7,0	3,8	4,1	4,7	4,7	3,1	3,1
Hôtels et restaurants	8,8	8,0	8,7	6,8	7,5	-3,7	-2,6	-5,5	-2,6	-2,6
Transports	11,7	6,7	6,2	4,4	5,5	4,3	3,7	1,9	2,1	2,1
Postes et télécommunications	2,1	2,6	3,4	9,6	7,7	10,5	19,0	18,0	16,0	15,0
Administration publique générale et sécurité sociale	4,4	3,2	2,3	1,7	6,5	6,6	6,6	6,6	5,5	5,5
Autres services*	5,0	4,1	4,2	2,7	5,8	5,8	6,0	6,0	5,0	4,5
Impôts sur les produits nets des subventions	6,8	6,6	6,5	7,0	7,9	3,6	6,6	4,0	4,3	4,2
PIB hors agriculture	6,1	4,7	4,6	2,9	5,5	4,3	5,0	5,4	4,3	4,2
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>5,4</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>	<b>2,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,2</b>	<b>4,8</b>	<b>5,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,5</b>

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

Sources : HCR, estimations et prévisions de BAM

<sup>1</sup> En effet, l'investissement correspond à la formation brute de capital fixe augmenté de la variation des stocks.

situation quasi-généralisée à l'ensemble des régions. De même, selon les observations du Centre Royal de Télédétection Spatial arrêtées à fin avril, l'état du couvert végétal est en détérioration par rapport à la même période une année auparavant. Dans ces conditions, les prévisions de Bank Al-Maghrib sont maintenues à un niveau de production céréalière autour de 40 millions de quintaux (Graphique 1.2).

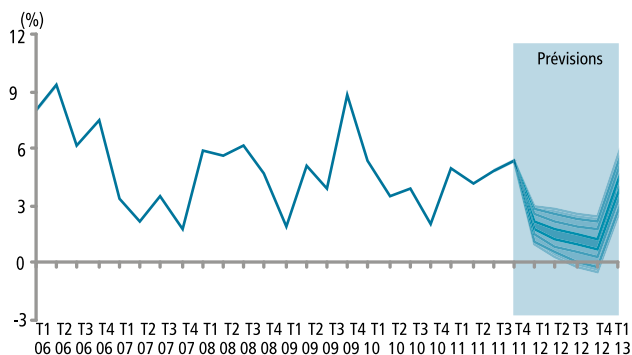
S'agissant du secteur secondaire, sa valeur ajoutée devrait progresser de 3,9% au premier trimestre, soit un ralentissement essentiellement imputable à la contraction des activités minières et à la décélération de la croissance de l'industrie de transformation. Le secteur secondaire aurait contribué, au premier semestre 2012, à hauteur de 0,7 point de pourcentage à la croissance globale au lieu de 0,8 point en moyenne en 2011. Au cours des prochains trimestres, sa croissance devrait connaître un nouveau recul, en liaison principalement avec la contre performance anticipée des activités les plus tributaires de la demande étrangère.

Par branche, la croissance de l'industrie extractive devrait connaître un repli au premier trimestre 2012 après le redressement observé au quatrième trimestre 2011. La production marchande de l'OCP, principal opérateur de la branche, a enregistré une contraction d'une année à l'autre, ramenant l'évolution de la valeur ajoutée minière de 9,2% au quatrième trimestre 2011 à -2,9% au premier trimestre et à -2,2% au deuxième trimestre 2012.

Reflétant principalement l'effet d'affaiblissement de la demande étrangère, la croissance de l'industrie de transformation devrait également ralentir, se situant à 2,8% et 3,2% respectivement au premier et deuxième trimestre 2012, après 3,4% au quatrième trimestre. Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib du mois d'avril 2012 confirment cette tendance, indiquant une certaine amélioration de la production industrielle et des ventes, tout en faisant ressortir un niveau des stocks de produits finis supérieur à la normale. Ce constat est en ligne avec la hausse de la variation des stocks relevée à la lumière des données de la comptabilité nationale.

La valeur ajoutée de la branche «électricité et eau», devrait maintenir une croissance

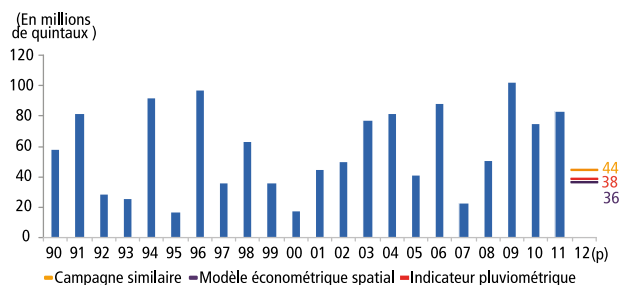
Graphique 1.1 : Projections de la croissance T1 2012-T1 2013\*



(\* ) Éventails en fonction de l'écart type

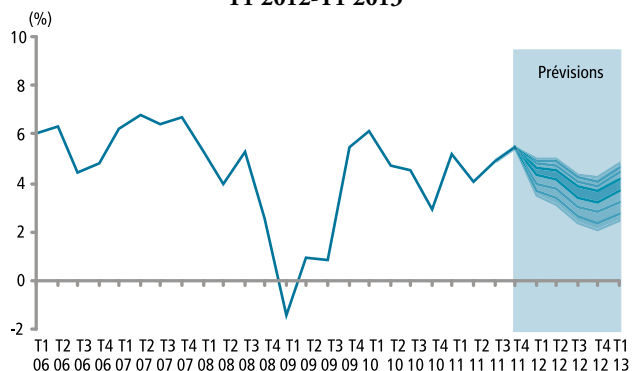
Sources : HCP, estimations et prévisions de BAM

Graphique 1.2 : Evolution et prévisions de la production céréalière au 31 mai 2012



Sources : Ministère de l'Agriculture, du Développement rural et des Pêches Maritimes, calculs et prévisions de BAM

Graphique 1.3 : Projections de la croissance non agricole T1 2012-T1 2013\*



(\* ) Éventails en fonction de l'écart type

Sources : HCP, estimations et prévisions de BAM

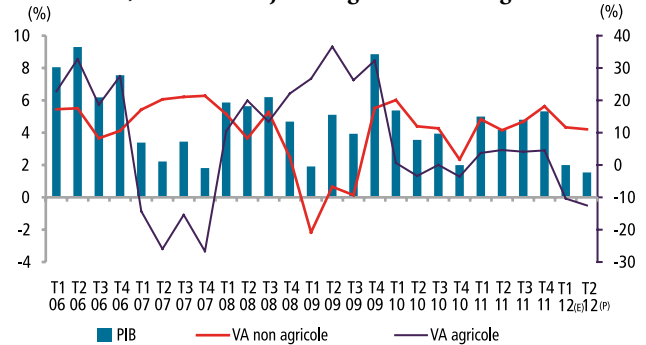
soutenue, estimée à 8,6% au premier trimestre 2012 après 9,5% un trimestre auparavant. En effet, la production nette de l'Office National de l'Électricité s'est accrue de 12,4% au premier trimestre 2012. Les ventes, pour leur part, ont progressé de 12%, en glissement annuel, traduisant une progression de 12,4% des ventes d'électricité à haute et moyenne tension et de 10,3% de celle à basse tension. La dynamique de la branche devrait globalement se maintenir au deuxième trimestre 2012, avec une croissance prévue de 6,1%.

Pour sa part, la branche du bâtiment et travaux publics, qui a marqué une croissance de près de 7% au cours des deux derniers trimestres, devrait poursuivre son dynamisme au premier trimestre 2012 avec une croissance de 6,8%. Les indicateurs à haute fréquence présentent un accroissement de 21,7% des ventes de ciments au premier trimestre 2012 après 17% un trimestre auparavant, ainsi qu'une progression de 8,6% des crédits immobiliers. La branche devrait croître à un rythme soutenu au cours de l'année 2012, favorisée par la poursuite des constructions de logements économiques, ainsi que de plusieurs projets d'infrastructures de grande envergure.

Concernant la croissance du secteur tertiaire, elle devrait s'établir à 5,4% au premier trimestre, en léger recul par rapport au quatrième trimestre 2012. En effet, outre le ralentissement de l'activité dans les branches du commerce et des administrations publiques (Tableau 1.1), la branche «hôtels et restaurants» devrait connaître une contraction de 2,6%. Cette évolution est corroborée par celle des indicateurs les plus récents, les arrivées de touristes et les nuitées dans les établissements touristiques classés ayant connu une baisse respectivement de 4% et 8% à fin avril 2012. Les recettes voyages, pour leur part, ont connu une hausse limitée à 1% contre 13,7% sur la même période en 2011. Les perspectives à très court terme de la branche demeurent globalement défavorables, sa valeur ajoutée devant accuser un nouveau repli de 2,6% au deuxième trimestre 2012.

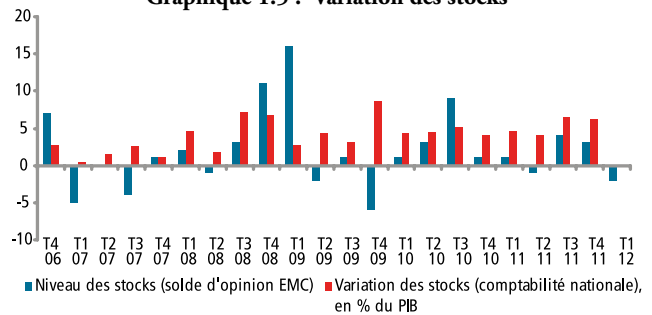
Sur la base des différentes données et éléments d'analyse disponibles, en particulier

**Graphique 1.4 : Évolution trimestrielle du Produit Intérieur Brut, de la valeur ajoutée agricole et non agricole**



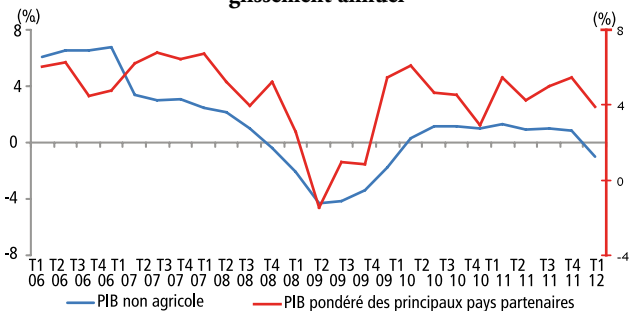
Sources : HCP et prévisions de BAM

**Graphique 1.5 : Variation des stocks**



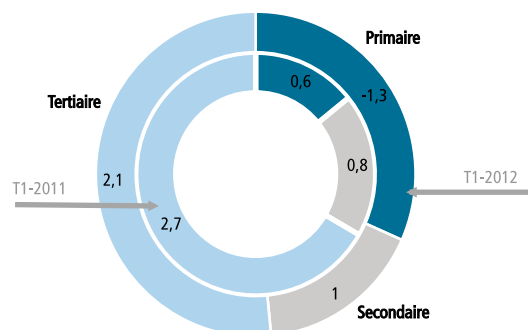
Sources : HCP et Enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie de BAM

**Graphique 1.6 : Évolution trimestrielle du produit intérieur brut non agricole national et du PIB des pays partenaires, en glissement annuel**



Sources : FMI, HCP, calculs et prévisions de BAM

**Graphique 1.7 : Contributions en points de pourcentage des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance globale**



Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM



la matérialisation des risques entourant la performance du secteur agricole et la demande étrangère, les prévisions de la croissance du PIB établies par Bank Al-Maghrib pour l'année 2012 ont été maintenues à moins de 3% comme dans le Rapport sur la politique monétaire de mars dernier, contre un intervalle entre 4% et 5% dans le RPM de décembre 2011. Ces perspectives restent conditionnées par l'ampleur du ralentissement de l'activité au niveau des principaux partenaires, ainsi que par le degré de diffusion du recul de la production céréalière vers les autres branches.

## 1.2 Consommation

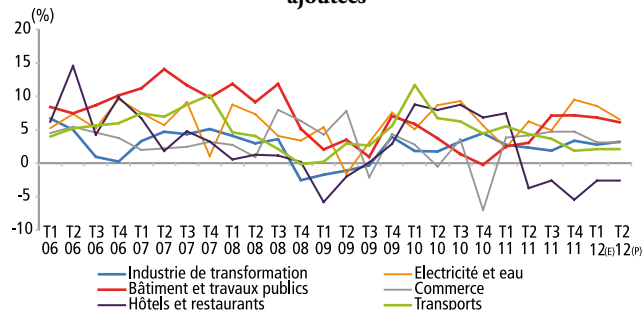
Avec une progression, en termes réels, de 7,4% de la consommation des ménages et de 4,6% de celle des administrations publiques, la consommation finale nationale a augmenté de 6,7% en 2011, après une hausse limitée à 1,5% en 2010.

En 2012, la consommation finale nationale devrait être impactée directement par la contraction du revenu agricole ainsi que par les évolutions relativement défavorables observées au niveau du marché du travail. Elle devrait également être influencée indirectement, via notamment le ralentissement des transferts courants et l'affaiblissement de l'activité chez nos principaux partenaires.

En effet, la valeur ajoutée agricole aurait marqué une baisse de 10,4% au premier semestre 2012, et la création nette d'emploi a affiché une valeur négative, soit une perte totale de 109.000 postes d'emploi d'une année à l'autre, la première depuis le deuxième trimestre 2011. De même, le rythme de progression des transferts des MRE et des recettes de voyage s'est limité respectivement à 3,7% et 1% à fin avril après 5,4% et 13,7% au cours de la même période une année auparavant.

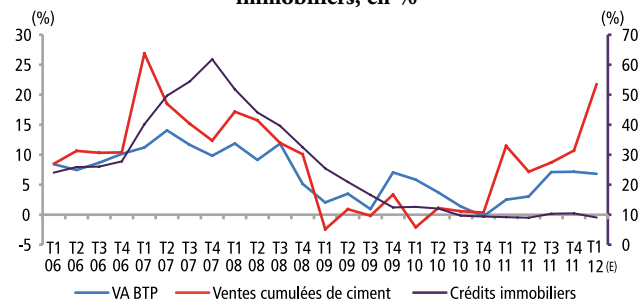
En dépit de ces évolutions défavorables, la consommation des ménages devrait afficher une certaine résilience, favorisée aussi bien par le maintien de l'inflation à des rythmes faibles, l'appréciation des salaires (Chapitre 2), que par le dynamisme des crédits à la consommation qui se sont accrus de 13,2% à fin avril 2012 en glissement

Graphique 1.8 : Evolution en glissement annuel des valeurs ajoutées



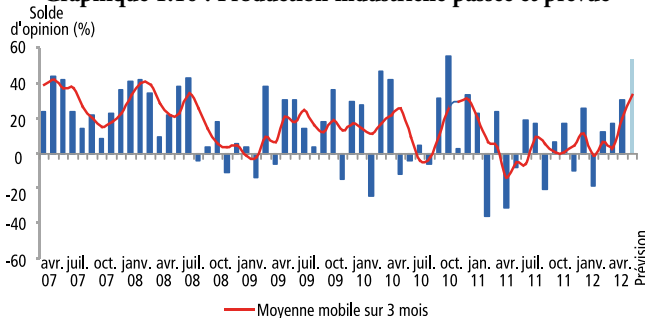
Sources : HCP et prévisions de BAM

Graphique 1.9 : Evolution, en glissement annuel, de la valeur ajoutée du BTP, des ventes cumulées de ciment et des crédits immobiliers, en %



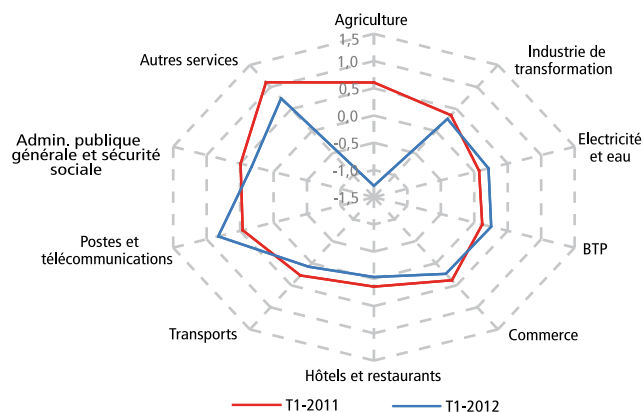
Sources : APC, BAM et prévisions de BAM

Graphique 1.10 : Production industrielle passée et prévue



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

Graphique 1.11 : Contributions des branches d'activités à la croissance globale



Sources : HCP, calculs et prévisions BAM

annuel, contre 6,2% une année auparavant. Cette résilience anticipée est confirmée à la lumière des indicateurs coïncidents disponibles, avec notamment l'augmentation en glissement annuel de l'indice de confiance des ménages, publié par le HCP, de 4,5 points de pourcentage au premier trimestre 2012 ainsi qu'une hausse de 9,6% des importations des produits finis de consommation à fin avril 2012, après 9,5% sur l'ensemble de l'année 2011.

Pour sa part, la consommation des administrations publiques devrait afficher un dynamisme plus important comme en témoigne l'accroissement des dépenses de fonctionnement anticipé dans le cadre de la loi de finances. Ces dépenses se sont en effet accrues de 9% à fin avril, recouvrant une progression de 16,7% des dépenses du personnel et un recul de 7,4% des dépenses au titre des autres biens et services.

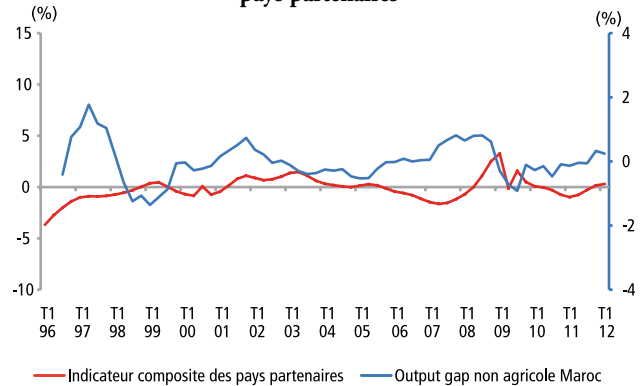
Au total, l'analyse de ces différents éléments ne suggère pas de révision des estimations de la Banque pour l'année 2012 par rapport à celles présentées dans le cadre du Rapport sur la politique monétaire de mars dernier. La consommation finale nationale devrait ainsi marquer une décélération avec un rythme de progression autour de 4% après 6,7% en 2011 et 1,5% en 2010.

### 1.3 Investissement

Après une progression, en termes réels, de près de 3,3% en 2011, l'investissement devrait enregistrer un recul en 2012 dans un contexte de ralentissement de la croissance nationale et de dégradation des perspectives au plan international, notamment dans les principaux pays partenaires (Chapitre 3).

Les dernières données disponibles montrent, en effet, que les importations de produits finis d'équipement ont décéléré à fin avril, soit une progression de 7,8% après 14,5% au premier trimestre 2012. De même, les recettes au titre d'investissements et prêts privés ont accusé une baisse de 3,7%, après une hausse de 2% au cours des trois premiers mois. Les crédits d'équipement ont ralenti, marquant une croissance limitée à 2,5% à fin avril, alors qu'ils avaient augmenté de 11,8% une année auparavant.

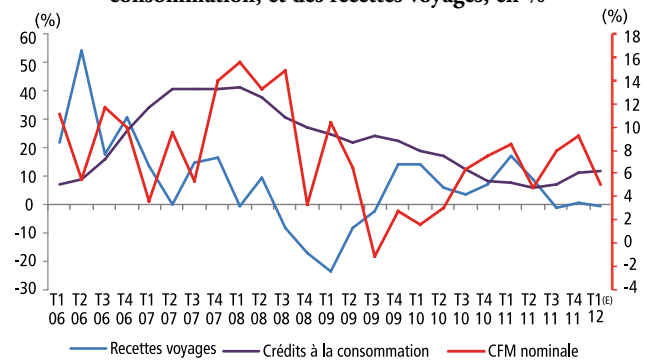
Graphique 1.12 : Indicateur composite avancé pondéré des pays partenaires\*



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

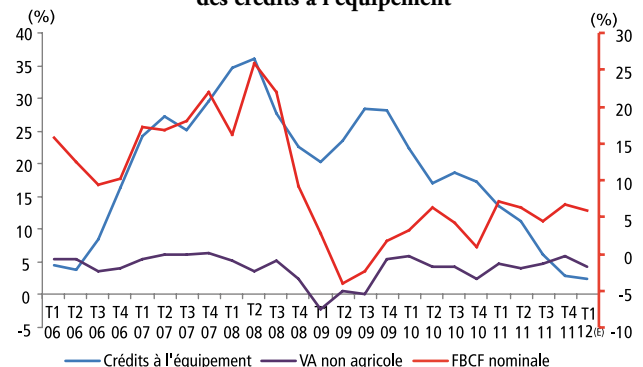
Sources : OCDE et calcul BAM

Graphique 1.13 : Évolution trimestrielle en glissement annuel de la consommation finale des ménages, des crédits à la consommation, et des recettes voyages, en %



Sources : HCP, OC et calculs et prévisions BAM

Graphique 1.14 : Évolution trimestrielle en glissement annuel de l'investissement total, de la valeur ajoutée non agricole, et des crédits à l'équipement



Sources : HCP, OC, calculs et prévisions BAM

L'investissement public devrait également reculer en 2012 comme en témoignent les évolutions projetées au niveau de la loi de finances, avec une baisse de 7,9% par rapport à l'exécution au titre de l'année 2011 et de 4,4% par rapport à la loi de finances précédente, ainsi que celles observées à fin avril, indiquant une contraction de 33,2% des dépenses d'investissement du Trésor d'une année à l'autre.

L'impact des facteurs de risque analysés précédemment devrait être atténué notamment par la bonne orientation de l'activité de la branche du bâtiment et travaux publics ainsi que par le climat des affaires jugé globalement favorable par les chefs d'entreprises, tel que cela ressort des résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture au titre du premier trimestre 2012. Globalement, la formation brute du capital fixe devrait être orientée à la hausse. Toutefois, en liaison avec le ralentissement prévu de la variation des stocks, qui a atteint sur les quatre dernières années un niveau exceptionnellement élevé, soit une moyenne de 4,5 % du PIB, contre 1,3% entre 2000 et 2006, l'investissement devrait ressortir en légère baisse de près de 1% en 2012 au lieu de 2% prévu dans le cadre du dernier Rapport sur la politique monétaire.

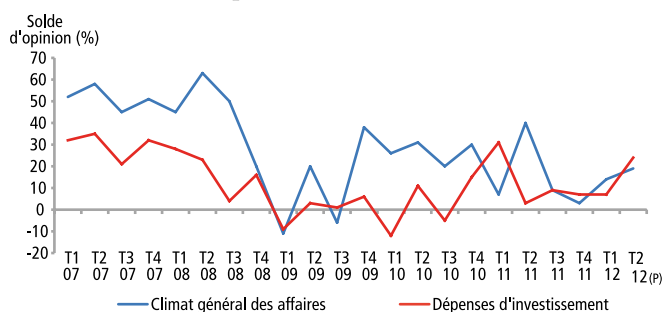
### 1.4 Commerce extérieur

Les données disponibles à fin avril 2012 font ressortir un nouveau creusement du déficit commercial en glissement annuel, en liaison avec la hausse plus rapide des importations, comparativement à celle des exportations.

En effet, la balance commerciale a enregistré, au terme du mois d'avril, un déficit de 64,2 milliards de dirhams, en détérioration de 6,3% par rapport à la même période de l'année précédente, contre 25,1% à fin avril 2010. Cette évolution résulte de l'augmentation de 5,7% ou 6,7 milliards des importations, supérieure à celle de 5% ou 2,9 milliards des exportations. Le taux de couverture s'est ainsi établi à 48,3%.

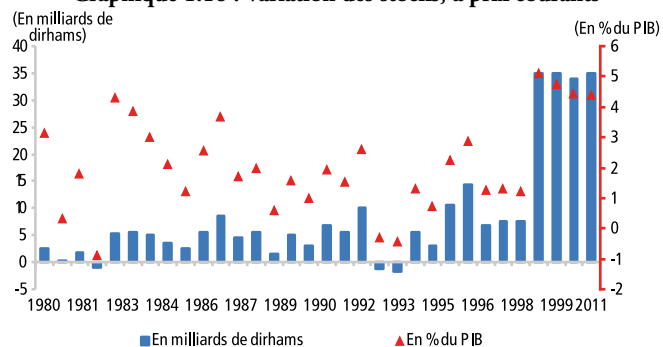
L'évolution observée des exportations est liée pour l'essentiel à la hausse des ventes de produits énergétiques, passant de 907,7 millions de dirhams à 3,8 milliards, ainsi leur part s'est située à 6,3% du total des exportations après

Graphique 1.15 : Évolution du climat général des affaires et des dépenses d'investissement



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

Graphique 1.16 : Variation des stocks, à prix courants



Sources : HCP, calculs et estimations Bank Al-Maghrib

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

(En millions de dirhams)	janv.-avr.	janv.-avr.	Variations	
	2011	2012*	Montant	%
<b>Exportations globales</b>	<b>57 148,5</b>	<b>60 010,4</b>	<b>+2 861,9</b>	<b>+5,0</b>
Energie et lubrifiants	907,7	3 776,0	+2 868,3	-
Exportations de phosphates et dérivés	14 214,4	14 921,4	+707,0	+5,0
Exportations hors phosphates et dérivés	42 934,1	45 089,0	+2 154,9	+5,0
Autres exportations**	42 026,4	41 313,0	- 713,4	-1,7
Fils et câbles pour l'électricité	5 736,2	5 007,4	-728,8	-12,7
Composants électroniques	1 830,6	1 486,0	-344,6	-18,8
Poissons en conserve	1 205,5	1 599,4	+393,9	+32,7
Articles de bonneterie	2 290,8	2 481,6	+190,8	+8,3
<b>Importations globales</b>	<b>117 546,2</b>	<b>124 228,2</b>	<b>+6 682,0</b>	<b>+5,7</b>
Importations de produits énergétiques	28 378,5	32 796,8	+4 418,3	+15,6
Importations hors produits énergétiques	89 167,7	91 431,4	+2 263,7	+2,5
Biens consommation	19 484,0	21 253,5	+1 769,5	+9,1
Biens d'équipement	22 326,1	24 142,3	+1 816,2	+8,1
Demi-produits	24 460,4	25 234,0	+773,6	+3,2
Produits alimentaires	16 075,5	14 243,8	-1 831,7	-11,4
<b>Solde commercial</b>	<b>-60 397,7</b>	<b>-64 217,8</b>	<b>+3 820,1</b>	<b>+6,3</b>

\* Données provisoires

\*\* Exportations hors phosphates et dérivés et hors énergie

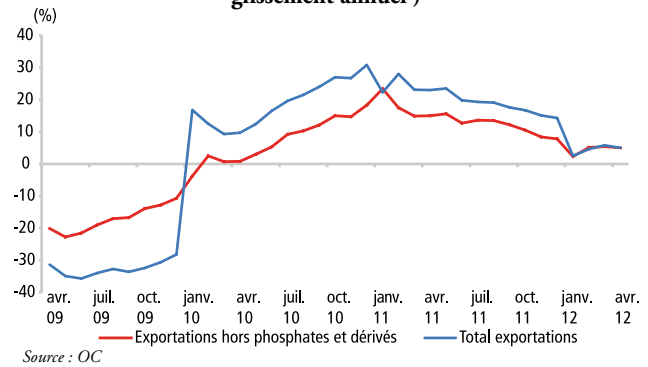
Source : OC

1,6%, l'année précédente. Pour leur part les livraisons de phosphates et dérivés, atteignant 14,9 milliards de dirhams, ont augmenté de 5%, au lieu de 62,1% une année auparavant. Les exportations hors phosphates et dérivés et hors énergie, chiffrées à 41,3 milliards de dirhams, ont accusé une baisse de 1,7%, contre 17,4% l'année passée. Ainsi, les ventes de fils et câbles, de composants électroniques et d'agrumes ont diminué respectivement de 12,7%, de 18,8% et de 17,5%, se limitant ainsi à 5, 1,5 et 1,2 milliard de dirhams. En revanche, les livraisons de poissons en conserve, d'articles de bonneterie et de crustacés, mollusques et coquillages ont enregistré des progressions respectives de 32,7%, de 8,3% et de 8,6% pour des montants de 1,6, de 2,5 et de 2,2 milliards de dirhams.

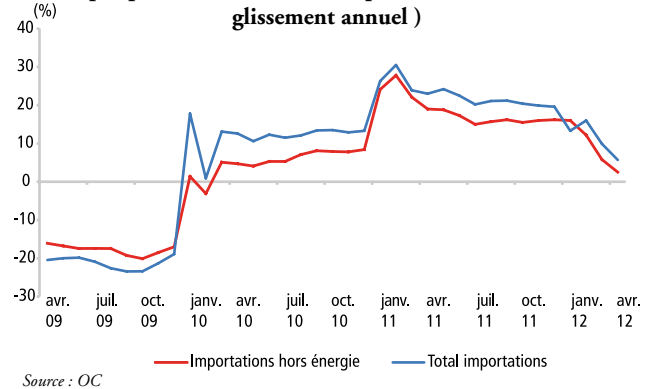
La progression des importations est liée à l'accroissement de la majorité des catégories de produits. Ainsi, la facture énergétique, d'un montant de 32,8 milliards de dirhams, s'est accrue de 15,6%, en liaison principalement avec les hausses respectives de 17% et de 15% du prix moyen de la tonne importée de gasoil et fuel et de celui de pétrole brut qui se sont élevés respectivement à 7.591 et à 7.013 dirhams. Toutefois, le volume importé du pétrole brut a accusé une baisse de 9,8%, revenant à 1.409,2 milliers de tonnes. De même, les achats de gaz de pétrole et d'houilles et cokes (charbon) ont crû respectivement de 27,8% et de 14,6%.

Hors énergie, les importations se sont accrues de 2,5%, s'élevant à 91,4 milliards de dirhams. Ainsi, les importations de biens de consommation se sont chiffrées à 21,3 milliards, en augmentation de 9,1%, en relation notamment avec les hausses de 10,5% et de 11,4%, respectivement des acquisitions de voitures de tourisme et de tissus et fils de fibres. Pour leur part, les importations de biens d'équipement ont crû de 8,1%, s'élevant à 24,1 milliards, recouvrant notamment la progression de plus de moitié des achats de voitures industrielles et le recul de 2,8% des acquisitions de machines et appareils divers. De même, les importations de demi-produits ont enregistré un accroissement de 3,2%, totalisant 25,2 milliards de dirhams, attribuable pour l'essentiel à la progression de 10,5% des acquisitions de matières plastiques. En revanche, les achats de produits alimentaires,

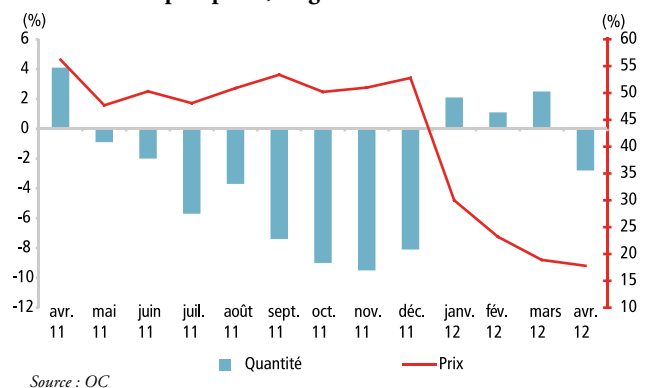
Graphique 1.17 : Cumul des exportations (Variation en glissement annuel)



Graphique 1.18 : Cumul des importations (Variation en glissement annuel)

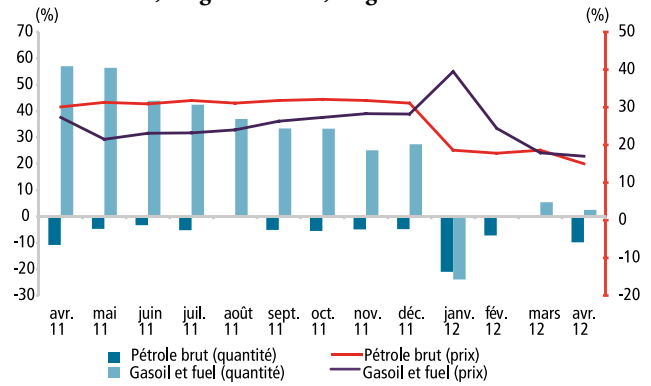


Graphique 1.19 : Evolution des quantités et du prix du phosphate, en glissement annuel



en régression de 11,4%, se sont limités à 14,2 milliards de dirhams, sous l'effet du recul de 28,3% des approvisionnements en blé, s'établissant à 4,7 milliards de dirhams, ainsi que des baisses respectives de 9,8% et de 6,6% des importations de maïs et de sucre, se chiffrant à 1,6 et à 1,7 milliard de dirhams.

Graphique 1.20 : Evolution des quantités et des prix du pétrole brut, du gasoil et fuel, en glissement annuel



Source : OC

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

Reflétant l'effet divergent de la faiblesse de l'activité au niveau international, en particulier chez nos principaux pays partenaires, et de la bonne tenue de la demande interne, l'output gap non agricole se serait maintenu à des niveaux non significativement différents de zéro au cours du premier et du deuxième trimestre 2012 selon les différentes estimations de Bank Al-Maghrib. Les résultats de l'enquête mensuelle de la Banque du mois d'avril 2012 indiquent, pour leur part, que le taux d'utilisation des capacités de production global et celui hors raffinage, se sont situés respectivement à 75% et 73%, soit des taux proches de leurs moyennes historiques. En matière d'emploi, le premier trimestre 2012 a été caractérisé par une hausse du taux de chômage de 0,8 point à 9,9% comparativement à la même période de l'année précédente, soit un accroissement de 1,1 point de pourcentage en milieu urbain et de 0,5 point en zones rurales. Pour la même période, les données sur les salaires dans le secteur privé attestent de la poursuite de leur hausse en termes nominal et réel. Globalement, bien que les données fassent ressortir certaines tensions sur les coûts de production, notamment ceux relatifs aux matières premières non énergétiques et, dans une moindre mesure, aux charges financières et de personnel, l'analyse de l'ensemble des facteurs ne laisse pas entrevoir de pressions notables sur les prix au cours des prochains trimestres.

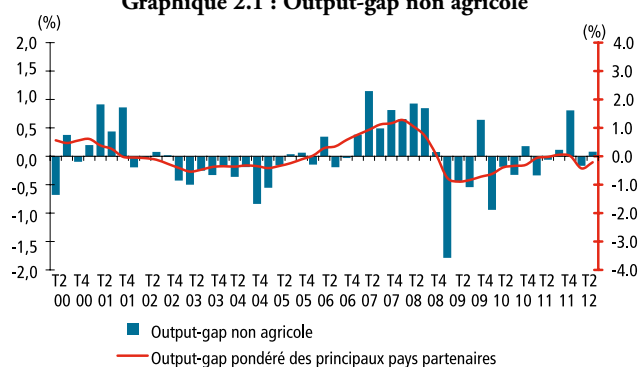
### 2.1 Tensions sur les capacités de production<sup>1</sup>

Sur la base des dernières estimations de Bank Al Maghrib, l'output gap non agricole se serait situé à des niveaux non significativement différents de zéro au cours du premier et du deuxième trimestre 2012. Pour les prochains trimestres, en dépit de la résilience anticipée de la demande intérieure dans un contexte de dégradation de l'activité au niveau international, notamment chez nos principaux partenaires, les pressions de la demande globale sur les prix, devraient rester modérées (Graphique 2.1).

Le taux d'utilisation des capacités de production global (TUC) a marqué de faibles fluctuations depuis le début de l'année pour se situer autour de sa moyenne historique à 75% en avril 2012, tel qu'il ressort de l'enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie de Bank Al-Maghrib. Par secteur, seules les industries chimiques et parachimiques ont marqué une hausse du TUC en avril, passant de 74% à 78%, ceux des autres branches ayant globalement stagné (Graphique 2.3).

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

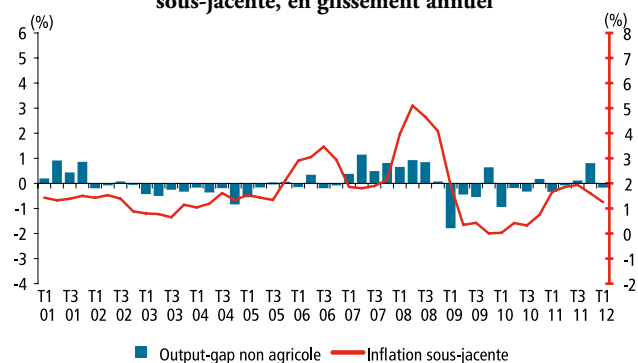
Graphique 2.1 : Output-gap non agricole



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

Sources : HCP et estimations BAM

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



Sources : HCP et estimations BAM

Au niveau des coûts pour les entreprises industrielles, les résultats font ressortir une hausse du coût unitaire de production au cours du premier trimestre 2012 avec un solde d'opinion de 47%, en augmentation de 2 points de pourcentage d'un trimestre à l'autre. Cette évolution est imputable, selon les industriels, au renchérissement des matières premières non énergétiques et aux coûts salariaux, avec des soldes d'opinion respectifs de 45% et de 43%. Les coûts financiers ont constitué la principale source de l'augmentation du coût unitaire de production dans les industries mécaniques et métallurgiques et les industries du textile et du cuir, tandis que les coûts des matières premières non énergétiques ont été identifiés comme étant le principal facteur dans les autres branches (Graphique 2.4).

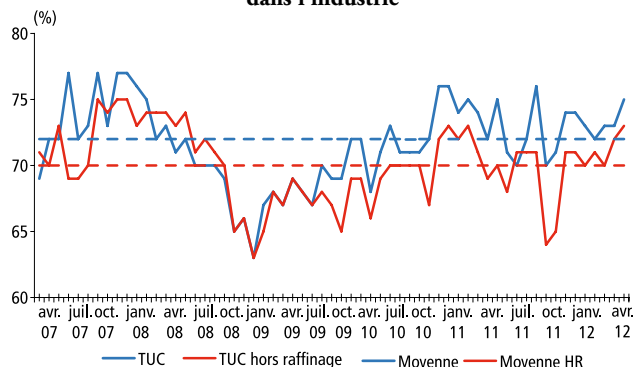
Reflétant une baisse de l'emploi urbain, de l'ordre de 1,6% en glissement annuel, et en dépit de la décélération de la croissance non agricole, revenant de 5,4% au quatrième trimestre 2011 à 4,3% au premier trimestre 2012 (Chapitre I), l'indice de la productivité apparente du travail<sup>1</sup> dans les activités non agricoles a connu une appréciation comparativement à la même période de l'année précédente. Elle a ainsi augmenté de 5,9% après 2,9% en moyenne sur l'ensemble de l'année 2011 (Graphique 2.5).

## 2.2 Tensions sur le marché du travail

Au terme du premier trimestre 2012, la population active âgée de 15 ans et plus a accusé une légère baisse de 0,1% pour atteindre 11,43 millions de personnes, recouvrant un repli de 0,3% en milieu urbain et une stagnation en zones rurales. Cette évolution s'est traduite par une baisse du taux d'activité de 0,9 point de pourcentage à 48,2% (Tableau 2.1). Dans ce contexte, le taux de chômage a enregistré une progression de 0,8 point de pourcentage en glissement annuel, pour se situer à 9,9%, soit la première depuis le deuxième trimestre 2011.

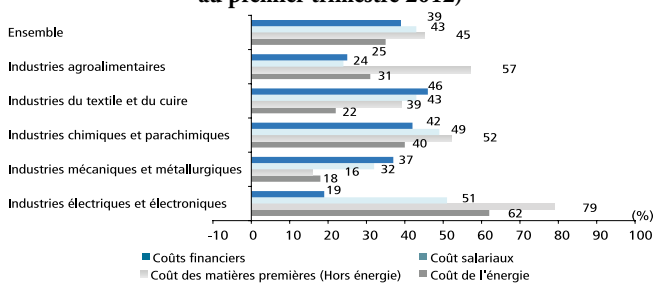
<sup>1</sup> En l'absence de données plus précises, la productivité apparente du travail est mesurée par le rapport entre la production et l'effectif employé. Cet indicateur doit être interprété avec prudence, car il ne prend pas en compte l'efficacité avec laquelle la main-d'œuvre est utilisée dans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

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



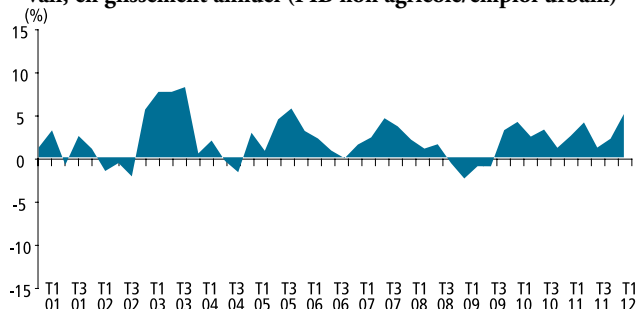
Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

Graphique 2.4 : Evolution des composantes du coût unitaire de production par secteur (soldes d'opinion en % au premier trimestre 2012)



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

Graphique 2.5 : Variation de la productivité apparente du travail, en glissement annuel (PIB non agricole/emploi urbain)



Sources : HCP et estimations BAM

Le chômage urbain a ainsi augmenté de 13,3% à 14,4% et celui rural de 4,3% à 4,8% (Tableau 2.1). Les augmentations les plus importantes ont concerné la tranche d'âge 15-24 ans et celle de 25-34 ans, avec des hausses respectives de 1,8 et 1,4 point de pourcentage.

La part occupée de cette population a en effet diminué de 1% à 10,3 millions d'individus au premier trimestre 2012, ramenant le taux d'emploi à 43,4%, en régression de 1,2 point de pourcentage au niveau global, de 1,4 point dans les zones urbaines et de 0,8 point en milieu rural (Tableau 2.1).

Le marché de l'emploi a ainsi connu une perte nette de 109.000 postes d'emplois, la première depuis le deuxième trimestre 2011, résultant d'une création de 96.000 postes rémunérés et une perte de 205.000 postes non rémunérés. Par milieu de résidence, 75% des postes perdus concernent le milieu urbain et pour la première fois depuis 2006, une perte de postes rémunérés de l'ordre de 26.000, contre une création de 136.875 postes entre 2008 et 2009 et de 160.350 postes entre 2006 et 2010. Au niveau sectoriel, les activités de services et industrielles ont été les seuls pourvoyeurs d'emplois avec une création nette de 86.000 postes. En revanche, les autres secteurs ont accusé des pertes pour un total de 199.000 postes, dont 21% dans le secteur du BTP et 79% dans les activités agricoles, en liaison notamment avec les conditions climatiques défavorables (Graphique 2.6).

S'agissant des dernières données disponibles sur les coûts salariaux, elles indiquent un léger accroissement de 0,3% en glissement annuel du coût unitaire du travail (CUT) dans le secteur manufacturier. Les résultats de l'enquête de conjoncture de dans l'industrie de la Banque indiquent également une hausse des coûts salariaux au cours du quatrième trimestre 2011, avec un solde d'opinion de 19%. En comparaison internationale, la progression du CUT national a dépassé celle de la Pologne, de la Hongrie et

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

En millions/en %	T1 - 2011		T1 - 2012			
	Urbain	Rural	Ens.	Urbain	Rural	Ens.
<b>Population active et emploi</b>						
Population active <sup>(2)</sup>	6093	5351	11444	6075	5353	11428
Taux d'activité (en%) <sup>(3)</sup>	43,7	57,1	49,1	42,6	56,6	48,2
Population active occupée	5284	5123	10407	5202	5096	10298
Taux d'emploi (en%) <sup>(4)</sup>	37,9	54,7	44,6	36,5	53,9	43,4
<b>Chômage</b>						
Population active en chômage	809	228	1 037	873	257	1130
Taux de chômage (en%) <sup>(5)</sup>	13,3	4,3	9,1	14,4	4,8	9,9
Selon l'âge						
.15 - 24 ans	29,3	8,9	17,4	32,8	10,3	19,2
.25 - 34 ans	18,9	5	13,1	20,9	5,6	14,5
.35 - 44 ans	7,5	2,5	5,5	8,2	2,5	5,9
Selon le diplôme						
. Sans diplôme	7,8	2,3	4,4	7,7	3,3	5,0
. Ayant un diplôme	17,8	13,6	16,8	19,4	10,7	17,4

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

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

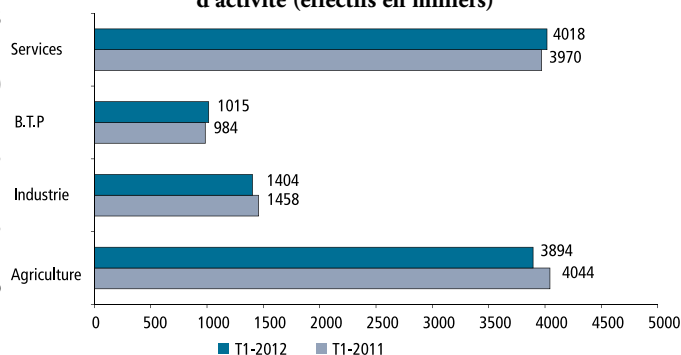
(3) Population active / Population totale

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

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

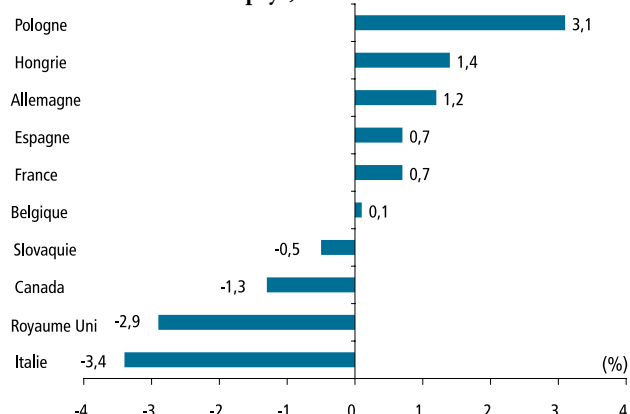
Source : HCP

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



Source : HCP

**Graphique 2.7: Augmentation des coûts unitaires de la main-d'oeuvre du secteur manufacturier marocain par rapport à d'autres pays, 2010 T4-2011 T4**



Sources : Datastream et calculs BAM

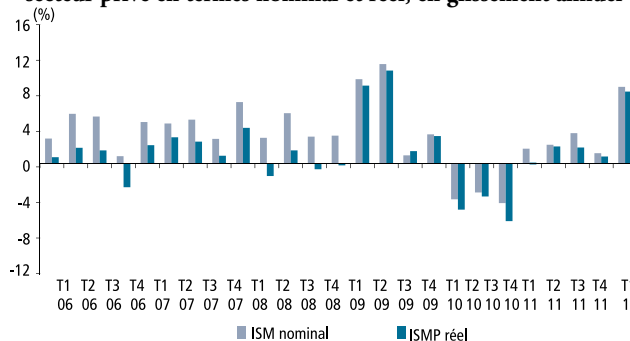


de l'Allemagne, soit respectivement un écart de 3,1%, de 1,4% et de 1,2%. Le CUT a, en revanche, évolué moins vite que celui de l'Italie, du Royaume-Uni et du Canada (Graphique 2.7).

Pour sa part, l'indice des salaires moyens trimestriels, basé sur les données de la CNSS, a marqué une hausse de 8,5% en termes nominaux et de 8% en termes réels au premier trimestre 2012 en glissement annuel, liée notamment à la propagation des effets de la revalorisation de 10% du SMIG, intervenue en juillet 2011 (Encadré 2.1 du RPM n°7 de juin 2008) (Graphique 2.8).

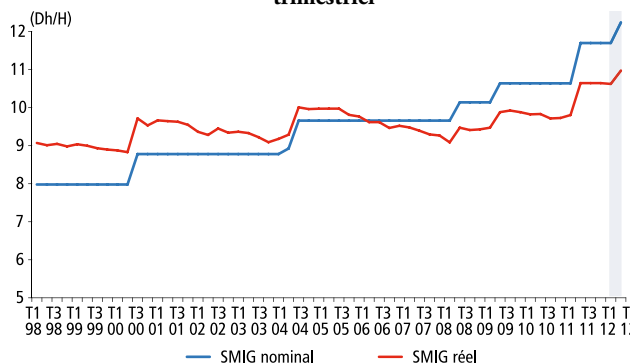
Pour sa part, le SMIG a connu une stagnation au premier trimestre par rapport aux deux derniers trimestres, aussi bien en termes nominaux que réels. Pour les prochains trimestres, et suite aux accords conclus entre le gouvernement et les syndicats en 2011, dans le cadre du dialogue social, le SMIG horaire sera augmenté de 5% en juillet prochain, à 12,24 DH/h contre 11,7 DH/h (Graphique 2.9).

**Graphique 2.8 : Variation de l'indice des salaires moyen dans le secteur privé en termes nominal et réel, en glissement annuel**



Sources : CNSS et estimations BAM

**Graphique 2.9 : SMIG en termes nominal et réel, en glissement trimestriel**



Sources : Ministère de l'emploi et calculs BAM

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

Les données les plus récentes ne laissent pas entrevoir une amélioration de la conjoncture internationale et de ses perspectives par rapport à l'appréciation faite durant le dernier RPM, avec notamment l'accentuation des tensions sur les marchés financiers et un affaiblissement quasi-généralisé de la croissance. En effet, après un premier trimestre caractérisé par une certaine accalmie, les indicateurs financiers d'avril et mai font ressortir l'émergence de nouvelles difficultés, sous l'effet notamment des perspectives de récession et de la remontée des inquiétudes quant à la situation financière dans la zone euro, en particulier dans les pays périphériques. Les marchés boursiers ont ainsi été caractérisés par une orientation à la baisse des indices, aussi bien aux Etats-Unis, en Europe que dans les pays émergents. De même, les marchés obligataires ont été marqués par de nouvelles hausses des rendements, notamment au niveau des pays les plus touchés par la crise de la dette souveraine. Dans le même temps, les difficultés que connaît la zone euro ont eu un impact sur le marché des changes avec une nouvelle dépréciation de l'euro face aux principales devises. Au niveau de l'activité économique, les comptes nationaux du premier trimestre 2012 montrent des résultats différenciés entre les principaux pays avancés, avec une certaine amélioration aux Etats-Unis et une croissance nulle dans la zone euro, qui recouvre une détérioration dans la plupart des pays partenaires. Le taux de chômage reste quant à lui à des niveaux élevés, notamment en Espagne, au Portugal et en Grèce, et a enregistré une légère hausse aux Etats-Unis, pour la première fois depuis un an, alors qu'il a marqué des valeurs historiquement faibles en Allemagne. Dans les pays émergents et en développement, le rythme de croissance a marqué un ralentissement, tout en demeurant relativement vigoureux, favorisé par l'assouplissement des politiques macroéconomiques. Les dernières mises à jour des perspectives font ressortir un recul de la croissance dans les principales économies avancées et émergentes, avec une hausse des incertitudes, qui s'est traduite par une dispersion importante entre les projections des différents organismes internationaux. En effet, si la dernière mise à jour du FMI d'avril et celle de l'OCDE de mai, font état de révisions à la hausse de la croissance en 2012 et 2013 par rapport aux éditions précédentes, aussi bien pour les principaux pays avancés que ceux émergents et en développement, la Commission Européenne a, pour sa part, revu en mai à la baisse ses projections de croissance, en particulier dans la zone euro. Dans ce contexte, les prix des matières premières ont poursuivi la baisse entamée le mois précédent, contribuant ainsi à la modération des tensions inflationnistes au plan mondial. En dépit du recul ainsi observé d'un mois à l'autre, les cours des produits de base demeurent globalement à des niveaux élevés. Concernant la politique monétaire dans les pays avancés, les banques centrales ont maintenu inchangés leurs taux directeurs à des niveaux bas. Au total, l'atténuation de l'inflation au niveau international et l'affaiblissement de l'activité chez les pays partenaires du Maroc laissent indiquer que les tensions inflationnistes d'origine externe devraient rester modérées au cours des prochains trimestres.

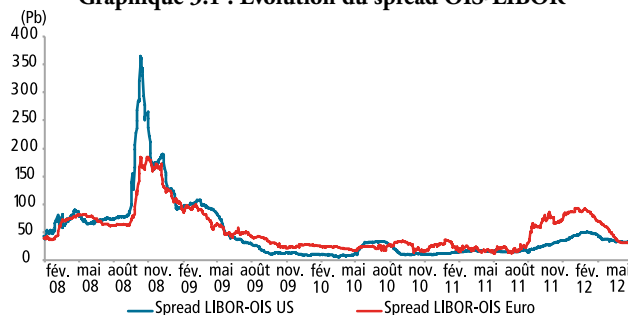
#### 3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde

Après avoir connu une certaine normalisation au premier trimestre de 2012, les marchés financiers, à l'exception des compartiments interbancaires, ont de nouveau montré des signes de tensions au cours des deux premiers mois du deuxième trimestre, en liaison avec les incertitudes quant à la situation politique et financière dans la zone euro, en particulier dans les pays périphériques.

##### 3.1.1 Conditions financières

Les marchés obligataires ont marqué des évolutions différenciées d'un pays à l'autre,

Graphique 3.1 : Evolution du spread OIS-LIBOR\*



Source : Datastream

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

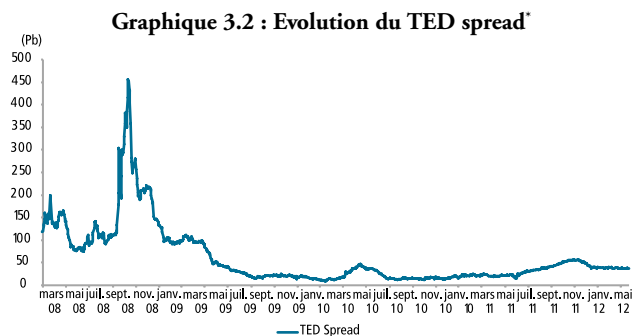
avec davantage de tensions dans les pays périphériques de la zone euro. Ces derniers ont vu leurs taux augmenter, suite notamment à la décision de l'agence Fitch d'abaisser d'un cran la note souveraine de la Grèce et à la dégradation par Moody's de la notation de 16 banques espagnoles. Ainsi, le taux de rendement moyen des obligations souveraines à 10 ans de la Grèce a renoué avec la hausse, s'établissant à 24,9% en mai 2012 après 21,3% un mois auparavant. De même, les taux de rendement des obligations espagnoles, italiennes et irlandaises ont enregistré de légères hausses, passant de 5,8%, 5,5% et 6,9% en avril, à 6%, 5,6% et 7%, respectivement en mai.

Pour leur part, les taux de rendement sur les titres souverains à 10 ans du Portugal ont poursuivi leur mouvement baissier, atteignant en moyenne 11,2% en mai au lieu de 11,8% en avril. Le taux de rendement des titres souverains français a également connu une légère baisse, passant en moyenne de 3% à 2,9%. De même, les taux assortissant les Bunds allemands à 10 ans ont atteint un niveau exceptionnellement bas, soit 1,4% en moyenne mensuelle, après 1,8% en moyenne au cours des quatre premiers mois et 3,4% sur les cinq dernières années.

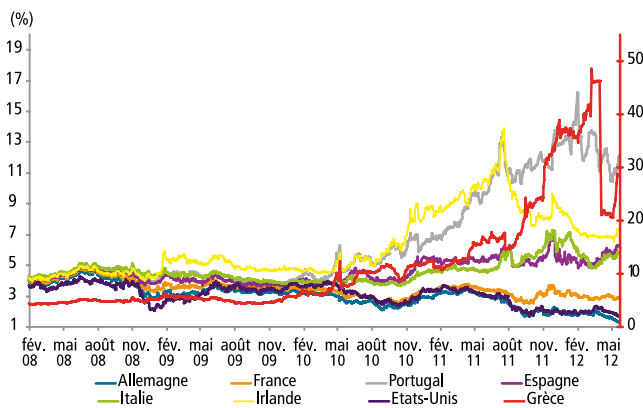
Dans ce contexte, les CDS des pays périphériques de la zone euro ont marqué des hausses sensibles en mai, notamment pour la Grèce, l'Italie, l'Espagne, l'Irlande et le Portugal.

Par ailleurs, le marché obligataire américain a été marqué par la baisse des taux de rendement des bons du Trésor de 20 points de base, à 1,8% au cours du mois de mai.

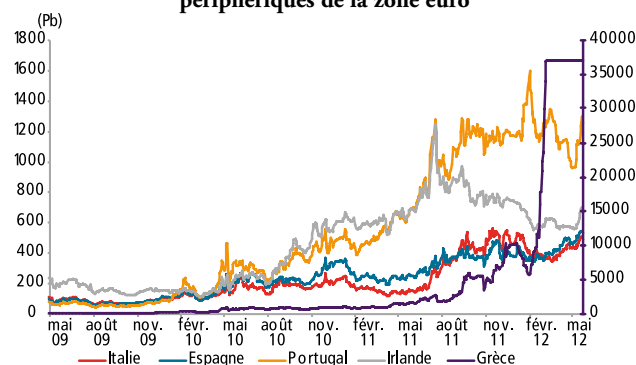
En revanche, sur les marchés interbancaires, les tensions se sont légèrement atténuées comme en atteste l'évolution des taux interbancaires et des spread aussi bien aux Etats-Unis que dans la zone euro. L'Euribor à 3 mois s'est, en effet, établi à 0,69% en mai au lieu de 0,75% le mois précédent. Le Libor est, quant à lui, resté inchangé à 0,47% pour le troisième mois consécutif. De même, le Spread Libor-OIS euro



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



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



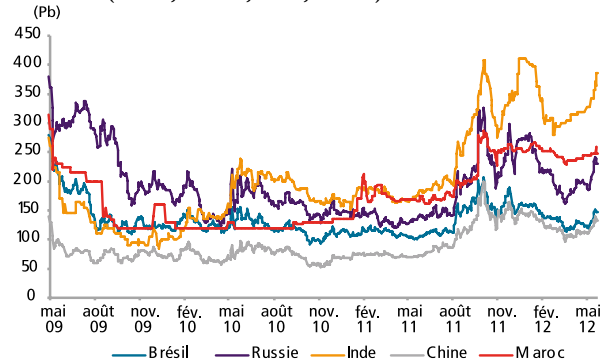
a stagné à 31 points de base au cours du mois de mai, tandis que le Spread Libor-OIS dollar a poursuivi sa baisse, s'établissant à 31 points de base au lieu de 33 points en avril.

Au niveau des marchés boursiers, les contre-performances observées au cours du mois précédent, ont persisté au mois de mai, notamment avec les rumeurs sur la sortie possible de la Grèce de la zone euro. Le Dow Jones a, ainsi, reculé de 1,7%, alors que les indices boursiers européens ont marqué des baisses, d'un mois à l'autre, d'un rythme de 3,4% pour le FTSE, 3,6% pour le DAX, 4,4% pour le CAC 40 et 5,2% pour l'Eurostoxx. La baisse la plus rapide a été enregistrée au Japon où le NIKKEI a diminué de 6,3% entre avril et mai et ce, en liaison principalement avec la dégradation par l'agence de notation Fitch de 2 crans la note de la dette à long terme du Japon. De même, les indices boursiers des pays émergents ont poursuivi leur mouvement baissier entamé un mois auparavant, le MSCI ayant reculé de 5,5% d'un mois à l'autre.

Après un mouvement quasi-ininterrompu de baisse depuis le mois d'octobre 2011, les indicateurs de volatilité ont connu une hausse en mai, atteignant 20,4 points de base pour le VIX des Etats-Unis et 30,5 points de base pour le VSTOXX de la zone euro.

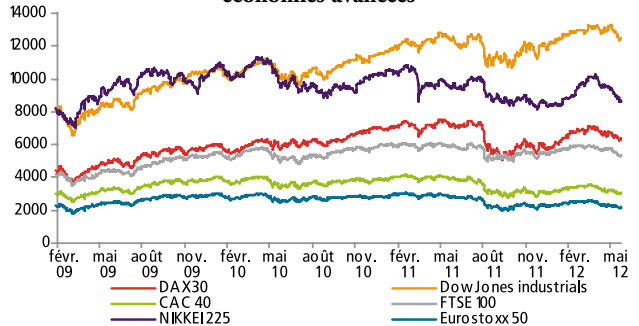
Les difficultés économiques, financières et même politiques que connaît la zone euro ont impacté le marché des changes internationaux, avec la poursuite de la dépréciation de l'euro vis-à-vis des principales devises. Après s'être établi à 1,32 dollar en avril, l'euro s'est déprécié par rapport à la monnaie américaine de 1,8%, s'établissant à 1,29 dollar en moyenne mensuelle, soit son niveau le plus bas depuis quatre mois. Les toutes dernières données disponibles indiquent que l'euro a atteint le 29 mai son niveau le plus bas depuis le 29 juin 2010, soit 1,2366 dollar. Bien qu'en net recul depuis l'abaissement de la note du Japon par l'agence Fitch, le yen reste à un niveau élevé face à la monnaie européenne, avec une appréciation de l'ordre de 3,6% d'un

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



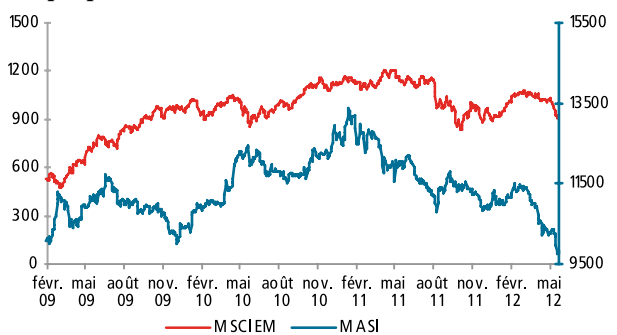
Source : Datastream

**Graphique 3.6 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées**



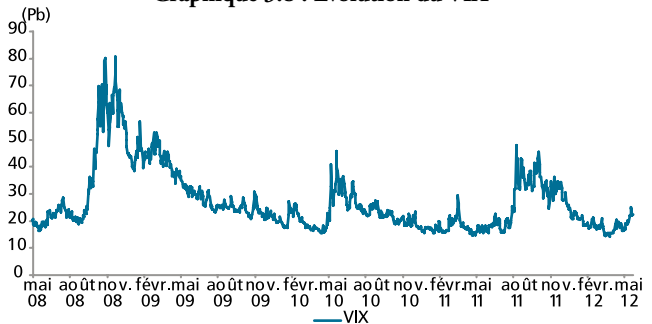
Source : Datastream

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



Source : Datastream

**Graphique 3.8 : Evolution du VIX\***



Source : Datastream

\* «Volatility index (VIX) : est un indicateur de volatilité du marché financier américain. Il est établi quotidiennement par le Chicago Board Options Exchange (CBOE). Cet indice est calculé en faisant la moyenne des volatilités sur les options d'achat (call) et les options de vente (put) sur l'indice Standard & Poor's 500 (S & P 500). Plus la valeur de cet indice est forte, plus les marchés ont une nervosité élevée et donc un pessimisme élevé. »

mois à l'autre. L'euro s'est également déprécié de 2,1% vis-à-vis de la livre sterling.

Pour sa part, le crédit au secteur privé aux Etats-Unis a poursuivi son redressement entamé au cours de la deuxième moitié de l'année 2011, marquant une augmentation de 0,5% entre mars et avril, soit un rythme de 5,2% en glissement annuel. Au niveau de la zone euro, les données font ressortir la poursuite de la décélération du crédit en glissement annuel, soit 0,3% en avril, contre 0,6% en mars et 0,8% en février. Les derniers résultats des enquêtes des conditions d'octroi de crédits indiquent, pour leur part, que les banques aussi bien dans la zone euro qu'aux Etats-Unis ont continué à resserrer leurs conditions d'octroi du crédit aux ménages et aux entreprises.

Concernant les dernières décisions de politique monétaire, la Banque d'Angleterre et la Banque Centrale Européenne, lors de leurs réunions de mai 2012, ont annoncé le maintien de leurs taux directeurs inchangés respectivement, à 0,5% et 1%. La Banque d'Angleterre a, par ailleurs, maintenu le montant de son programme de rachat d'actifs à 325 milliards de livres. Pour sa part, la FED a décidé de maintenir son taux directeur inchangé entre 0% et 0,25% et ce, lors de sa réunion tenue en avril 2012.

### 3.1.2 Activité économique dans le monde

Les données des comptes nationaux du premier trimestre 2012 aux Etats-Unis font ressortir une progression du PIB à 2,1% en glissement annuel, après 1,6% au trimestre précédent. La consommation des ménages est restée le principal moteur de la croissance avec une hausse de 2,9% au premier trimestre, contre 2,1% un trimestre auparavant. La hausse des exportations et l'accélération du rythme de reconstitution des stocks par les entreprises, ont également contribué positivement à la croissance.

Dans la zone euro, selon une première estimation d'Eurostat, la croissance est ressortie

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

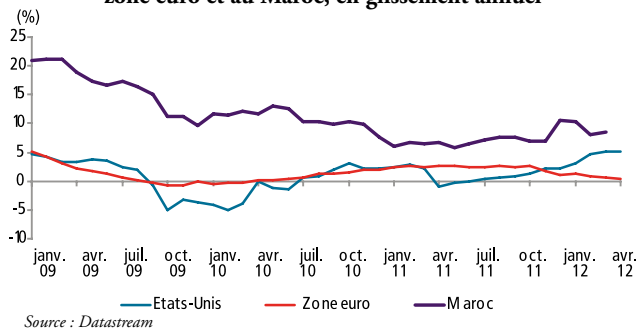
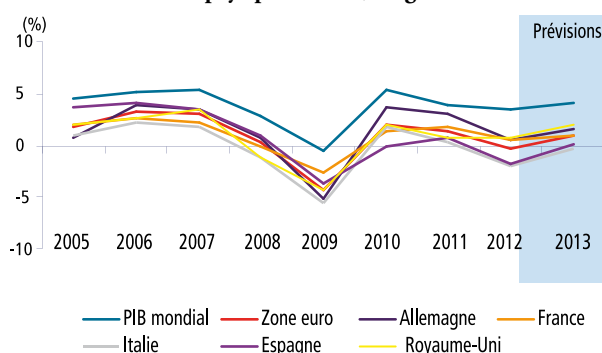


Tableau 3.1 : Evolution de la croissance trimestrielle, en glissement annuel

	2010		2011			2012	
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Etats-Unis	3,5	3,1	2,4	1,6	1,5	1,6	2,1
Zone euro	2,1	2,1	2,4	1,6	1,3	0,7	0,0
France	1,6	1,8	2,4	1,7	1,5	1,2	0,3
Allemagne	4	3,8	4,6	2,9	2,7	2,0	1,2
Italie	1,4	1,5	1,0	0,8	0,2	-0,4	-1,3
Espagne	0,4	0,7	0,9	0,8	0,8	0,3	-0,4
Chine	9,6	9,8	9,7	9,5	9,1	8,9	8,1

Source : Eurostat

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



Source : FMI

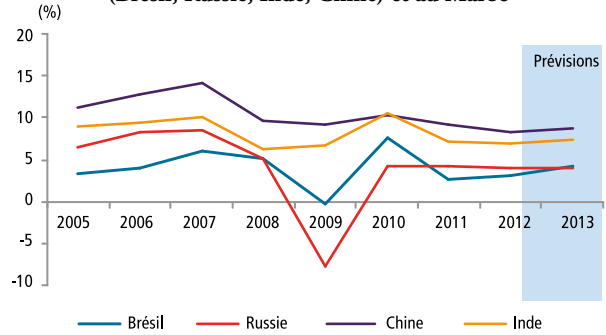
nulle au premier trimestre, en glissement annuel, après une hausse de 0,7% au trimestre précédent, reflétant principalement le repli de la consommation des ménages. Au niveau des pays partenaires, la croissance en Allemagne a accusé un ralentissement à 1,2%, contre 2% le trimestre précédent. En revanche, en France, la croissance est ressortie nulle, tandis que l'Espagne et l'Italie, ont connu une contraction respective de leur PIB en glissement annuel de 0,4% et 1,3%, après une hausse de 0,3% et une baisse de 0,4% au quatrième trimestre.

Au Japon, la croissance au premier trimestre 2012 a rebondi à 2,6% en glissement annuel, après une contraction de 0,7% en moyenne sur l'ensemble de l'année 2011. Cette amélioration tient au net redressement de la consommation des ménages, à la hausse des exportations ainsi qu'au dynamisme des investissements.

L'activité économique dans la plupart des pays émergents d'Asie, bien qu'en décélération, demeure relativement vigoureuse, comme en atteste les données de la croissance en Chine au premier trimestre 2012, qui ressort à 8,1% en glissement annuel après 8,9% au trimestre précédent. En Inde, les dernières données des comptes nationaux restent celles du quatrième trimestre 2011, indiquant une baisse de la croissance à 5,3% en glissement annuel, au lieu de 6,1% au troisième trimestre.

Le faible dynamisme de la croissance constaté au premier trimestre devrait se confirmer comme en témoigne l'évolution des indicateurs à haute fréquence arrêtés à fin mai. En effet, dans la zone euro, les indices PMI manufacturier et composite ont enregistré en mai, des baisses mensuelles autour de 2% et de 17,5% en glissement annuel. L'indice du climat des affaires en Allemagne (IFO), a accusé également un recul de l'ordre de 2,7% à 106,9 points. De même, l'indice Zew du sentiment économique a chuté de plus de la moitié d'un mois à l'autre, pour s'établir à 10,8 points de base. Aux Etats-Unis, l'indice de confiance du consommateur (du Conference Board) a enregistré en mai

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



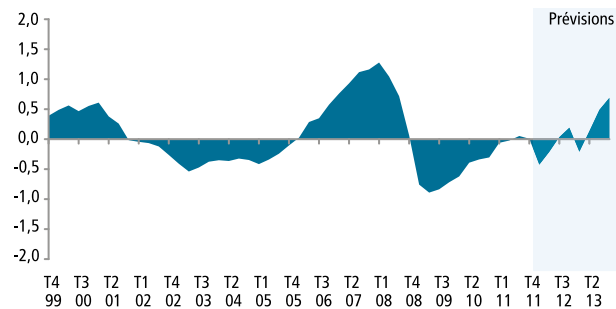
Source : FMI

Tableau 3.2 : Perspectives de la croissance dans le monde

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

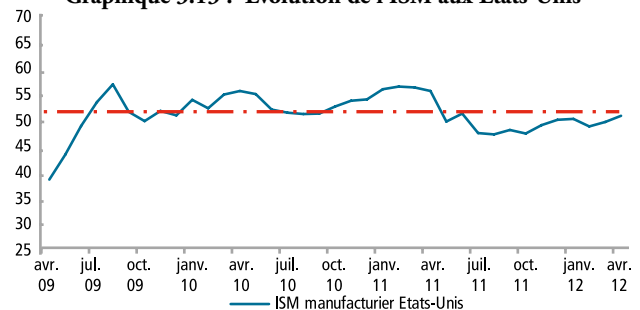
\* OCDE et Commission européenne mai 2012, FMI avril 2012, Banques centrales avril 2012  
Sources : Fonds monétaire international, Commission européenne, OCDE

Graphique 3.12 : Output-gap des principaux pays partenaires



Sources : Commission européenne et calculs BAM

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



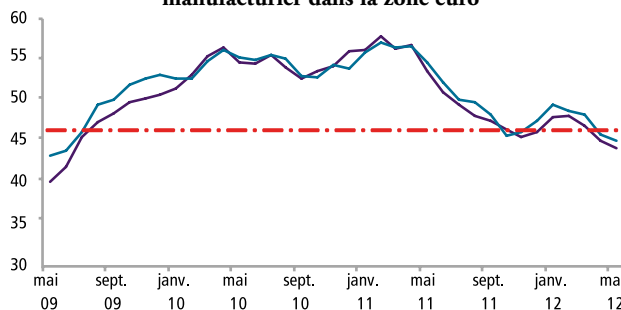
Source : Datastream

une baisse mensuelle de 5,5% à 64,9 points de base, et de 5,2% en glissement annuel. L'ISM manufacturier ressort également en recul de 2,4% d'un mois à l'autre, à 53,5 points de base, et est demeuré à un niveau inchangé par rapport à celui de l'année précédente.

S'agissant des perspectives économiques mondiales, le FMI, dans sa mise à jour d'avril, a revu globalement à la hausse ses projections de croissance pour la majorité des pays avancés et émergents par rapport à l'édition de janvier. Ainsi, la croissance aux Etats-Unis serait de 2,1% et 2,4% respectivement en 2012 et 2013, alors que dans la zone euro, le PIB diminuerait de 0,3% en 2012 avant d'augmenter de 0,9% en 2013. Pour les pays partenaires du Maroc, les nouvelles projections tablent sur une hausse du PIB de 0,6% et de 1,5% en Allemagne et de 0,5% et 1% en France. En Italie, les nouvelles prévisions font ressortir une atténuation de la contraction du PIB, à respectivement -1,9% et -0,3% en 2012 et 2013, alors qu'en Espagne, le PIB diminuerait de 1,8% en 2012, avant d'augmenter de 0,1% en 2013 (voir tableau 3.2).

L'OCDE dans sa version préliminaire du 22 mai 2012, fait également ressortir des révisions à la hausse pour les principaux pays avancés, avec toutefois des baisses pour les pays périphériques de la zone euro. Ainsi, l'OCDE prévoit désormais une progression du PIB de 2,4% et 2,6% respectivement en 2012 et 2013 aux Etats-Unis, tandis que dans la zone euro, le PIB se contracterait de 0,3% avant d'augmenter de 0,9% sur la même période. Dans les pays partenaires, notamment en France et en Allemagne, la croissance s'établirait respectivement à 0,6% et 1,2% en 2012 avant d'atteindre 1,2% et 2% en 2013. En revanche, en Italie et en Espagne, le PIB diminuerait de 1,7% et 1,6% en 2012, et de 0,4% et 0,8% en 2013. Enfin, au Royaume-Uni, les projections restent globalement inchangées par rapport à l'édition de novembre dernier, soit une croissance de 0,5% en 2012 et 1,9% en 2013.

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



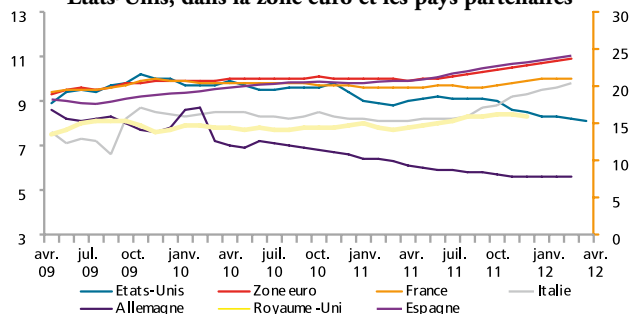
Source : Datastream

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

	2010	2011	fév. 2011	mars 2011	avr. 2011
Etats-Unis	9,6	9	8,3	8,2	8,1
Zone euro	10,1	10,2	10,8	10,9	N.D
France	9,8	9,7	10	10	N.D
Italie	8,4	8,5	9,6	9,8	N.D
Allemagne	7,1	5,9	5,6	5,6	N.D
Espagne	20,1	21,7	23,8	24,1	N.D
Royaume-Uni	7,8	8	N.D	N.D	N.D

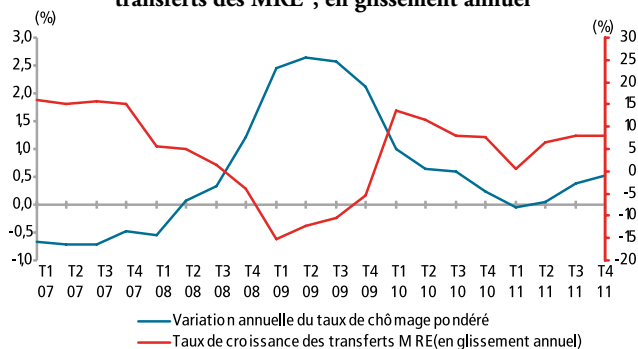
Source : Eurostat

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



Source : Eurostat

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



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

Sources : Datastream, OC et calculs BAM

S'agissant des projections de la Commission européenne de mai, elles font ressortir des révisions à la baisse de la croissance pour la majorité des pays avancés et en particulier dans la zone euro, par rapport aux perspectives de novembre dernier. Les Etats-Unis, restent l'exception avec des révisions à la hausse de la croissance à 2% en 2012 et 2,1% en 2013, au lieu de 1,5% et 1,3% estimés auparavant. En revanche, dans la zone euro, le PIB devrait baisser de 0,3% en 2012 avant de croître de 1% en 2013. Concernant les pays partenaires, la croissance se limiterait à 0,5% et 0,7% respectivement en France et en Allemagne en 2012, avant d'augmenter à 1,3% et 1,7% en 2013. En Italie, le PIB se contracterait de 1,4% en 2012 et s'inscrirait en légère hausse de 0,4% en 2013, tandis qu'en Espagne, le PIB diminuerait de 1,8% et 0,3% respectivement en 2012 et 2013.

Concernant les prévisions des banques centrales, celles de la Fed (Réserve Fédérale) à fin avril, tablent sur une croissance aux Etats-Unis comprise entre 2,4% et 2,9% en 2012, et entre 2,7% et 3,1% en 2013. Celles de la BCE à la même date, prévoient pour la zone euro une contraction du PIB de 0,2% en 2012, et une progression de 1% en 2013.

Concernant les pays partenaires, les prévisions à fin avril de la Banque de France font ressortir une croissance de 0,7% en 2012 et de 1,75% en 2013, tandis que la Bundesbank prévoit une croissance de 0,6% et 1,6% au titre des mêmes périodes. La Banque centrale d'Italie prévoit, quant à elle, une contraction de 1,2% et de 0,2%. Concernant la Banque centrale d'Espagne, elle table sur une baisse de 1,7% en 2012 et une hausse de 0,2% en 2013.

### 3.1.3 Marché de l'emploi

Les taux de chômage dans la plupart des pays avancés se sont maintenus à des niveaux similaires de ceux de 2011, notamment au premier trimestre de l'année 2012, à l'exception

Graphique 3.17 : Cours mondial du Brent en dollars

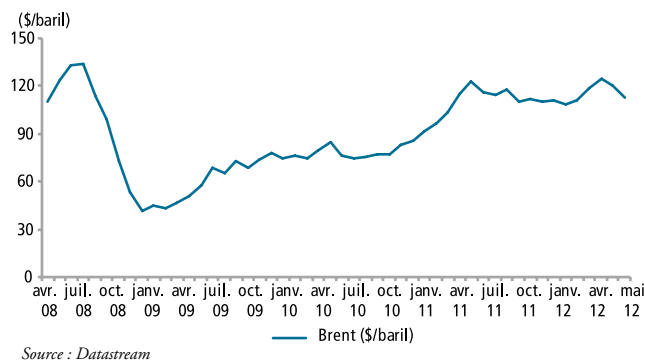


Tableau 3.4 : Futures du prix du pétrole (Brent en dollars US)

	T2:12	T3:12	T4:12	T4:13	2012	2013	2014
Pétrole	113,07	106,92	105,68	104,64	110,99	102,91	98,29

Source : Bloomberg

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

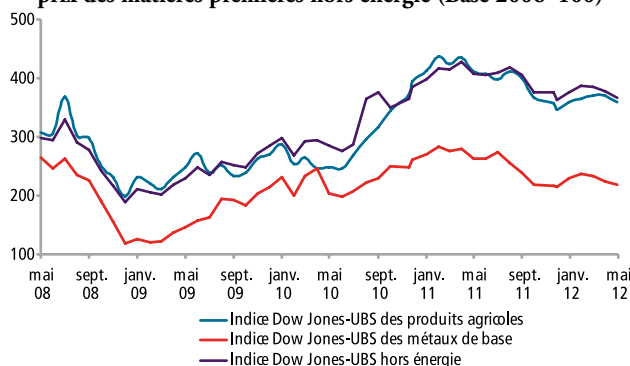


Tableau 3.5 : Futures des prix du blé du maïs et du sucre

	T2:12	T3:12	T4:12	2012	2013	2014
Blé (cents/bu)	653,1	698,8	718,6	731,3	678,5	741,3
Maïs (cents/bu)	618	535,5	523,7	579,1	533,5	525,7
Sucre (11cents/bl)	20,9	20,2	21,13	21,42	21,59	21,51

Source : Bloomberg



de l'Allemagne où il reste à un niveau inférieur à celui d'avant crise.

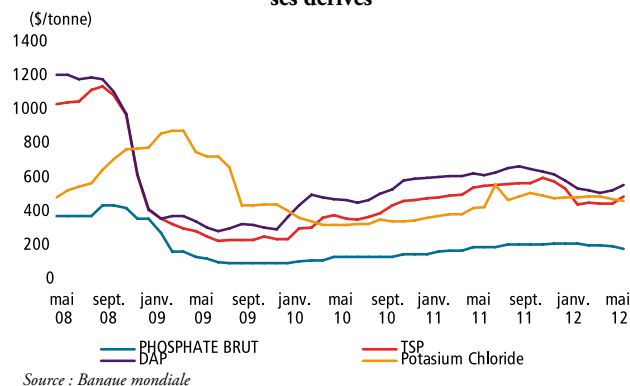
Aux Etats-Unis, le taux de chômage a, pour la première fois depuis un an, augmenté pour s'établir à 8,2% en mai 2012 contre 8,1% le mois précédent. Dans la zone euro, il est resté stable à 11% en avril 2012, en glissement mensuel. Par pays, il a augmenté en France à 10,2% en avril après 10,1% le mois précédent, et a ralenti à 5,4% en Allemagne contre 5,5% en mars. En Italie et en Espagne, le taux de chômage a marqué une nouvelle hausse à 10,2% et 24,3% en avril, contre 10,1% et 24,1% un mois auparavant.

S'agissant des prévisions d'évolution du marché de l'emploi dans les pays avancés, la dégradation de l'activité économique devrait se traduire à court terme par la persistance des taux de chômage à des niveaux élevés en 2012 quoiqu'à des degrés variables selon les pays. En revanche, certains pays comme les Etats-Unis et l'Allemagne pourraient connaître une nouvelle décruce des taux de chômage en 2012 et 2013. Ainsi, selon les dernières projections d'avril du FMI, le chômage atteindrait aux Etats-Unis 8,2% en 2012 et ralentirait à 7,9% en 2013, tandis que dans la zone euro, il augmenterait à 10,9% en 2012 avant de revenir à 10,8% en 2013. Dans les pays partenaires, le taux de chômage en Allemagne, baisserait à 5,6% en 2012 et à 5,5% en 2013. En France, il s'établirait en moyenne à 10% sur la même période, et devrait fluctuer autour de 9,6% en Italie. Quant au marché de l'emploi en Espagne, il ne devrait pas connaître d'amélioration à court terme, avec un taux de chômage qui devrait rester aux alentours de 24% en 2012 et 2013.

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

La remontée des risques entourant la conjoncture économique, notamment dans la zone euro, a favorisé une baisse généralisée des

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

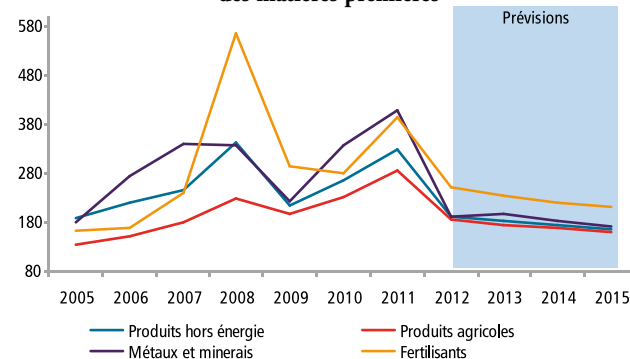


Source : Banque mondiale

Tableau 3.6 : Evolution des prix des matières premières

	Projections (en %)					
	Glissement mensuel (%)			Glissement annuel (%)		
	mars	avril	mai	mars	avril	mai
Indice Dow Jones-UBS des matières premières	-0,7	-2,8	-3,2	-8,1	-14,3	-12,9
Indice Dow Jones-UBS des produits énergétiques	-0,4	-4,5	-1,8	-10,8	-19,3	-17,4
- Brent	4,6	-3,4	-7,7	8,5	-2	-4
- Gaz naturel	7,6	-4,6	N.D	27,7	10,2	N.D
Indice Dow Jones-UBS des produits hors énergies	-0,9	-2	-4,5	-7	-11,7	-10,7
- Indice Dow Jones-UBS des produits agricoles	1,3	-0,2	-4,3	-12,6	-14,9	-13,7
- Indice Dow Jones-UBS des Métaux de base	-1,8	-3,8	-3,6	-15,2	-19,5	-17,8
Phosphate brut	0	-2,3	-6,9	20,3	3,1	-4,1
- TSP	-0,8	0	9,9	-10,7	-17,6	-11,4
- DAP	-2,9	3,1	6,7	-17	-16	-9,3
- Urée	7,2	20,2	0,6	25,3	44,9	25
- Chlorure de potassium	-0,6	-2,3	-2,4	26,3	13,3	9,3

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



Source : Banque mondiale

cours des matières premières en mai. De même, les pressions inflationnistes ont connu un certain recul en avril, comme en atteste le repli de l'inflation aussi bien dans les pays avancés que dans les pays émergents et en développement.

### 3.2.1 Prix des matières premières énergétiques

L'appréciation du dollar, conjuguée à l'effet du tassement de la demande, notamment, en provenance des pays avancés, a induit une baisse du cours du Brent pour le 2ème mois consécutif, pour revenir à un prix moyen de 111,2 dollars le baril, soit une diminution de 7,7% d'un mois à l'autre et de 4% en glissement annuel.

Toutefois, au niveau des perspectives, les risques s'orientent à la hausse, le FMI ayant revu en avril ses prévisions de 99,09 à 114,71 dollars le baril en 2012, et de 95,5 à 110 dollars le baril en 2013. Sur le marché à terme, les prix des contrats se sont établis à 110,9 dollars le baril pour 2012 et 102,9 dollars pour 2013.

De même, l'AIE a revu à la hausse sa prévision de la demande mondiale du pétrole de 0,9% en 2012 à 90 mb/j, alors que l'OPEP n'a augmenté ses prévisions que de 0,1% à 88,7 mb/j, en raison de la persistance des inquiétudes quant à la demande émanant des pays européens.

Bien qu'en demeurant à des niveaux supérieurs de 10% à ceux observés en 2011, le prix du gaz naturel a enregistré en avril une baisse de 4,6% en glissement mensuel, en raison notamment de l'importance de l'offre et du maintien des stocks à des niveaux excédentaires. Le prix du charbon a également diminué de 4,1% d'un mois à l'autre et de 17,6% en glissement annuel, en relation principalement avec l'abondance de la production américaine.

### 3.2.2 Prix des matières premières hors énergie

En mai, les cours des produits hors énergie se sont inscrits en recul, comme en témoigne la diminution de l'indice Dow Jones UBS de 3,8% d'un mois à l'autre et de 10,7% en variation

annuelle. En effet, les cours des métaux de base ont été impactés par les signes de ralentissement de la demande émanant de la Chine, ainsi que par les nouvelles tensions sur les marchés financiers. Ainsi, l'indice Dow Jones UBS des métaux de base a accusé une baisse de 3,6% d'un mois à l'autre et de 17,8% en glissement annuel. Par produit, les cours de l'étain du nickel et du cuivre ont régressé de 7,3%, 4,4% et 3% en glissement mensuel, soit des baisses respectives de 28,2%, 29,3% et 10,2%.

Dans le même contexte, les prix des produits agricoles se sont repliés en mai, impactés en cela par la hausse de la production, en particulier aux Etats-Unis. L'indice des prix Dow Jones UBS des produits agricoles est ressorti en baisse de 4,3% d'un mois à l'autre, et de 13,7% en comparaison annuelle. Ce recul traduit notamment la diminution des prix du coton, du sucre et du blé de respectivement 10,4%, 4% et 1,6% d'un mois à l'autre, soit des variations annuelles de -50,2%, -18,5% et -11,9%.

Sur les marchés des engrais, les cours ont enregistré, en mai, des évolutions mensuelles divergentes selon les produits. En effet, le cours du phosphate brut a accusé une baisse pour le deuxième mois consécutif, passant de 188,1 à 175 dollars la tonne. En revanche, les prix du TSP, du DAP et de l'urée ont marqué des progressions de 9,9%, 6,7% et 0,6% respectivement. Quant au prix du chlorure de potassium, il a diminué de 2,4% d'un mois à l'autre, poursuivant ainsi la baisse entamée depuis mars dernier.

### 3.2.3 Inflation dans le monde

En avril, le repli des cours des produits de base et l'affaiblissement de l'activité économique se sont traduits par un reflux de tensions inflationnistes, l'inflation mondiale s'étant établie à 3,6% contre 3,8% en mars. Dans les pays avancés, l'inflation est passée de 2,3% à 2,1%, reflétant notamment la baisse de 2,7% à 2,3% d'un mois à l'autre aux Etats-Unis et de 2,7% à 2,6% dans la zone euro. Concernant les principaux pays partenaires, à l'exception de l'Espagne où l'inflation est passée de 1,8% à 2%,

le rythme de progression de l'IPC a enregistré un léger recul passant respectivement de 2,6% à 2,4% en France, de 3,8% à 3,7% en Italie, et de 2,3% à 2,2% en Allemagne. Au Royaume-Uni, l'inflation a atteint 3% en avril, soit son niveau le plus bas depuis février 2010.

De même, l'inflation a connu une baisse de 0,3 points de pourcentage dans les pays émergents et en développement, revenant à 5,8% en avril. Elle est, ainsi, passée de 3,6% à 3,4% en Chine, de 5,2% à 5,1% au Brésil et de 3,7% à 3,4% au Chili.

S'agissant des perspectives, le FMI a tablé en avril sur une nouvelle modération des prix à la consommation en 2012 et 2013, l'inflation devant s'établir à 1,9% en 2012 dans les pays avancés et 1,7% en 2013, alors qu'elle atteindrait 6,2% et 5,6% au titre de la même période, dans les pays émergents.

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

Selon les dernières données disponibles, l'indice des prix à l'importation (IPM) hors énergie a enregistré une baisse de 0,6% en avril 2012, au lieu de 0,8% en mars. Ainsi, l'IPM des produits alimentaires a connu un repli de 0,9%, après une hausse de 1% un mois auparavant, sous l'effet particulièrement du recul de 1,3% du prix unitaire moyen à l'importation du maïs.

De même, l'IPM des produits miniers a régressé de 1,3%, au lieu de 3,8% en mars. Cette évolution s'explique essentiellement par la diminution de 2,1% du prix unitaire moyen à l'importation du soufre brut.

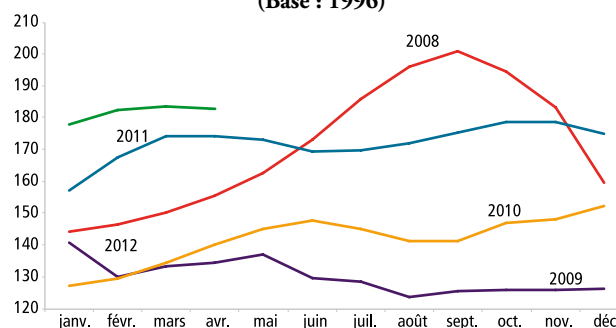
En revanche, l'IPM des demi-produits a enregistré une progression de 1,2%, au lieu d'une régression de 0,8% observée le mois précédent, en liaison notamment avec l'augmentation de 4,6% du prix unitaire moyen à l'import de fils et barres.

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

	avr.	fév.	mars	avr.	Prévisions	
	2011	2012	2012	2012	2012	2013
Etats-Unis	3,2	2,9	2,7	2,3	2,1	1,9
Zone euro	2,8	2,7	2,7	2,6	2	1,6
Allemagne	2,7	2,5	2,3	2,2	1,9	1,8
France	2,2	2,5	2,6	2,4	2	1,6
Espagne	3,5	1,9	1,8	2	2,9	1,5
Italie	2,9	3,4	3,8	3,7	2,5	1,8
Japon	-0,4	0,3	0,5	n.a	0,0	0,0
Chine	5,3	3,2	3,6	3,4	3,3	3,0

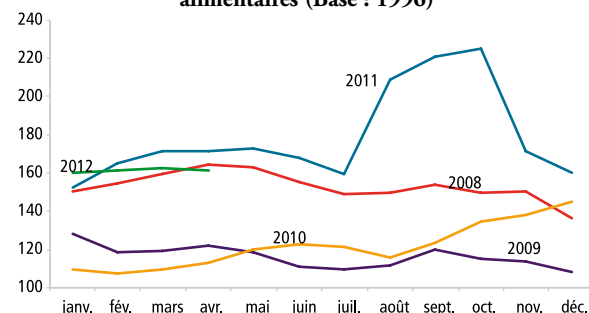
Sources : FMI, Eurostat

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



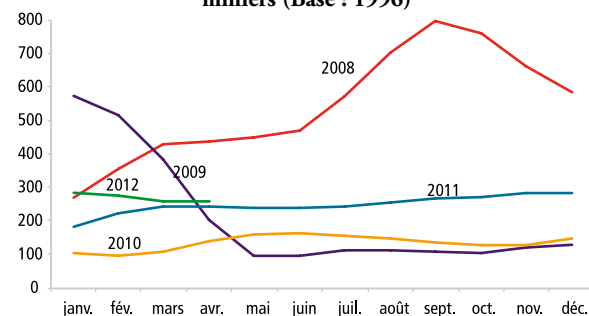
Sources : OC et calculs BAM

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



Sources : OC et calculs BAM

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

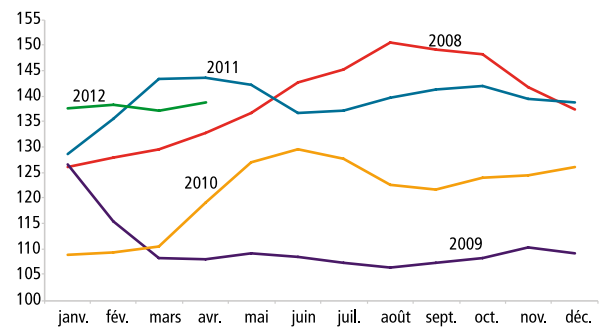


Sources : OC et calculs BAM

En glissement annuel, l'IPM hors énergie s'est accru de 5%, contre 5,4% un an auparavant. L'IPM des produits miniers a progressé de 6,9%, en relation principalement avec la hausse de 12,2% du prix unitaire moyen à l'importation du soufre brut. En revanche, l'IPM des produits alimentaires a marqué un fléchissement de 6,1%, attribuable notamment à la diminution de 7,1% du prix unitaire moyen à l'importation du blé. Parallèlement, l'IPM des demi-produits s'est inscrit en baisse de 3,4%, en liaison notamment avec le repli de 10,8% du prix unitaire moyen à l'importation de papiers et cartons.

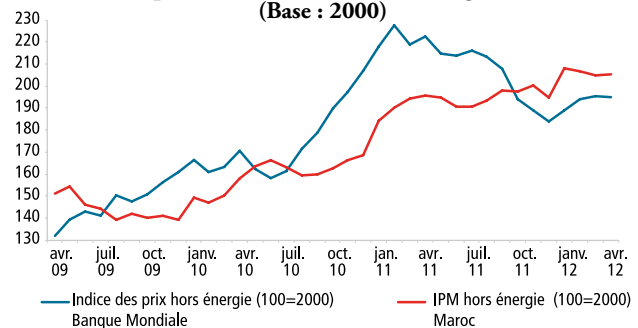
L'ensemble de ces éléments renseignent sur la baisse des tensions inflationnistes émanant des prix à l'importation des matières premières. Les perspectives d'évolution des prix de ces dernières demeurent globalement orientées à la baisse.

**Graphique 3.24 : Indice des prix à l'import des demi-produits (Base : 1996)**



Sources : OC et calculs BAM

**Graphique 3.25 : Evolution de l'indice mondial des prix des matières premières et de l'IPM hors énergie national (Base : 2000)**



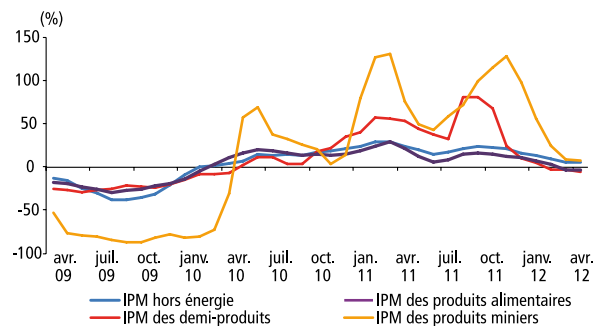
Sources : OC, Banque mondiale et calculs BAM

**Tableau 3. 8 : Evolution de l'IPM**

	Variation mensuelle en %			Variation annuelle en %		
	fév. 12	mars 12	avr. 12	fév. 12	mars 12	avr. 12
IPM hors énergie	2,4	0,8	-0,6	8,8	5,4	5,0
IPM alimentaires	0,5	1,0	-0,9	-2,5	-4,0	-6,1
IPM demi-produits	0,4	-0,8	1,2	2,0	-4,3	-3,4
IPM miniers	-4,1	-3,8	-1,3	23,9	8,4	6,9

NB: Le calcul des indices se base sur les prix unitaires exprimés en dirhams.

**Graphique 3.26 : Evolution des IPM, en glissement annuel**



Sources : OC et calculs BAM

## 4. CONDITIONS MONÉTAIRES ET PRIX DES ACTIFS

Les données les plus récentes font ressortir la poursuite d'une croissance modérée de la masse monétaire, l'agrégat M3 s'étant accru de 5,2% en avril, au lieu de 5,5% en moyenne durant le premier trimestre de l'année 2012. Dans ces conditions, l'écart monétaire s'est maintenu à un niveau négatif. Pour sa part, le taux de progression annuel du crédit bancaire a marqué une décélération, revenant de 9% au 1er trimestre 2012 à 6,9% en avril, en liaison essentiellement avec le ralentissement du rythme d'accroissement annuel des facilités de trésorerie et, dans une moindre mesure, de celui des crédits immobiliers. Par agent économique, l'évolution du crédit recouvre un repli du rythme d'accroissement des concours destinés au secteur privé et une accélération de celui des prêts accordés au secteur public. S'agissant des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib, auprès des banques, indiquent une diminution de 13 points de base du taux moyen pondéré du crédit pour le premier trimestre 2012, reflétant principalement le recul des taux appliqués aux facilités de trésorerie. Concernant le taux de change effectif du dirham, il s'est déprécié de 0,68% d'un trimestre à l'autre en termes nominaux et de 1,1% en termes réels, en raison d'un taux d'inflation au Maroc globalement inférieur à celui des principaux pays partenaires et concurrents. Quant à l'indice des prix des actifs immobiliers, il a enregistré une hausse de 0,6%, en glissement trimestriel, après une quasi-stagnation au dernier trimestre 2011. D'une année à l'autre, ces prix ont progressé de 1,1% au lieu de 2,8% le trimestre précédent. L'analyse de l'ensemble des éléments des conditions monétaires et des prix des actifs fait ressortir globalement une absence de pressions inflationnistes à moyen terme.

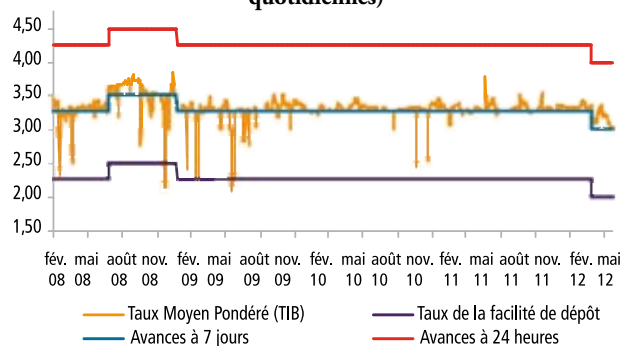
### 4.1 Conditions monétaires

#### 4.1.1 Taux d'intérêt

Dans un contexte caractérisé par un repli sensible de l'activité économique et une prévision centrale de l'inflation durablement en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, ainsi qu'une balance des risques orientée à la baisse, le Conseil a décidé, lors de sa dernière réunion du 27 mars 2012, de réduire le taux directeur de 3,25% à 3%. Dans ces conditions, le taux moyen pondéré sur le marché interbancaire s'est situé à 3,13% en moyenne entre avril et mai 2012, en baisse de 17 points de base par rapport au trimestre précédent.

Ainsi, les taux des bons du Trésor à court, à moyen et à long termes émis sur le marché primaire ont diminué significativement en avril par rapport au 1<sup>er</sup> trimestre de l'année 2012, à l'exception du taux des bons à 15 ans qui a enregistré une hausse de 4 points de base. Sur le marché secondaire, la baisse a également été observée au niveau des différentes maturités, entre le 1<sup>er</sup> trimestre et les deux premiers mois du 2<sup>ème</sup> trimestre 2012, à l'exception des taux des bons à 15 et à 20 ans qui ont augmenté légèrement.

Graphique 4.1 : Evolution du taux interbancaire (données quotidiennes)



Source : BAM

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

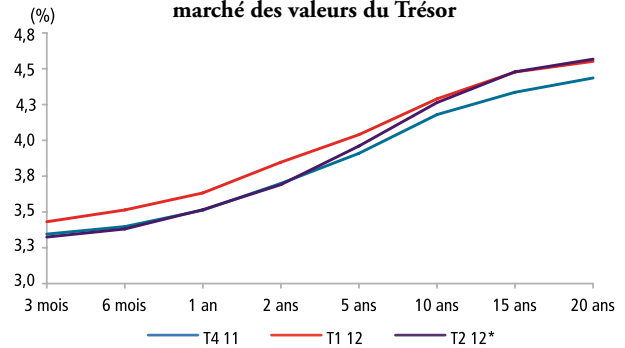
	2010		2011		2012		avr.12
	T3	T4	T2	T3	T4	T1	
21 jours	-	-	-	3,28	-	-	-
13 semaines	-	3,29	3,30	3,30	3,34	3,42	3,20
26 semaines	3,41	3,33		3,33	3,33	3,55	3,38
52 semaines	3,49	3,48	3,45	3,46	3,49	3,65	3,51
2 ans	3,68	3,62	3,61	3,61	3,71	3,88	3,70
5 ans	3,90	3,85	3,84	3,85	3,91	4,05	3,98
10 ans	4,17	4,15	4,12	4,13	4,20	4,32	4,28
15 ans	-	4,34	4,33	4,34	4,45	4,46	4,50

Source : BAM

S'agissant des taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois est resté inchangé entre le 1<sup>er</sup> trimestre et avril 2012. Cette stagnation recouvre toutefois une hausse de 4 points de base du taux des dépôts à 6 mois et une baisse d'un point de base de celui des dépôts à un an.

En ce qui concerne les taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques, pour le 1<sup>er</sup> trimestre 2012, indiquent une diminution de 13 points de base du taux moyen pondéré du crédit bancaire, qui est revenu à 6,52%. Cette évolution reflète essentiellement le repli des taux appliqués aux facilités de trésorerie et, dans une moindre mesure, de ceux assortissant les crédits immobiliers, respectivement de 13 et de 3 points de base.

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



\* L'observation du premier trimestre 2012 correspond à la moyenne quotidienne de la période du 1<sup>er</sup> avril au 25 mai 2012.

Source : BAM

**Tableau 4.2 : Taux créditeurs (placements à terme)**

	2010		2011		2012		avr. 12
	T3	T4	T2	T3	T4	T1	
6 mois	3,32	3,33	3,34	3,33	3,35	3,49	3,53
12 mois	3,71	3,77	3,72	3,78	3,74	3,84	3,83
<b>Moyenne pondérée</b>	<b>3,59</b>	<b>3,60</b>	<b>3,55</b>	<b>3,63</b>	<b>3,59</b>	<b>3,68</b>	<b>3,68</b>

Source : BAM

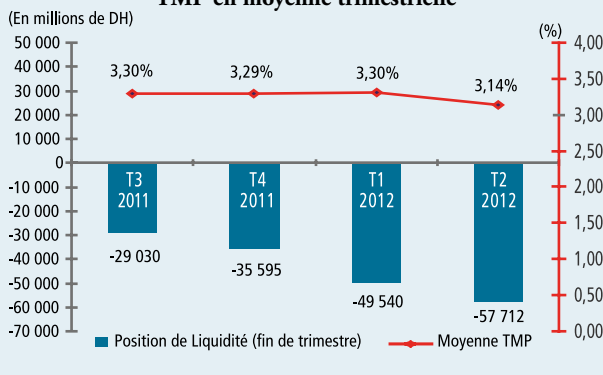
### Encadré 4.1 : Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire

Au cours du premier trimestre de l'année 2012, le déficit de liquidité des banques s'est creusé de près de 14 milliards de dirhams par rapport à la fin du trimestre précédent (passant de 35,6 milliards à 49,5 milliards de dirhams) sous l'effet restrictif lié à la baisse des avoirs extérieurs nets.

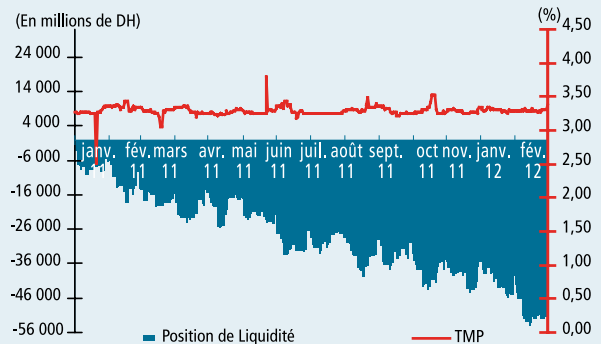
En effet, les opérations en devises ont induit une ponction de liquidité de 10 Milliards de dirhams en raison du maintien du rythme accéléré des achats de devises par les banques commerciales auprès de Bank Al-Maghrib (16,4 milliards de dirhams), partiellement compensé par le reflux des billets de banque étrangers qui s'est limité à 6,4 milliards de dirhams.

De même, les opérations du Trésor (hors interventions sur le marché monétaire) ont contribué au resserrement des trésoreries bancaires pour près de 1,6 milliard de dirhams : les souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (29,8 milliards de dirhams) conjuguées à l'encaissement des recettes fiscales ont été partiellement compensées par le remboursement des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (18,1 milliards de dirhams), le règlement des salaires des fonctionnaires (15,3 milliards de dirhams) et les dépenses de compensation (13 milliards de dirhams). Enfin, les retraits nets de la monnaie fiduciaire ont atteint 497 millions de dirhams.

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



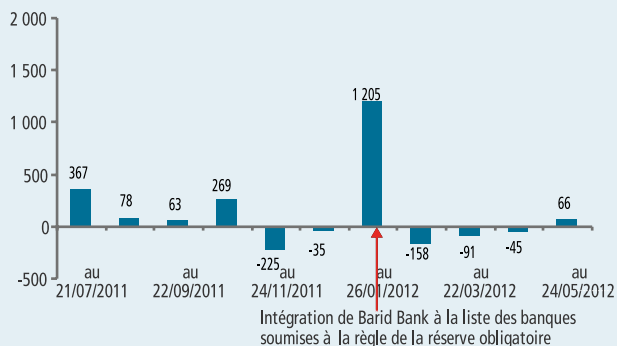
**Graphique E 4.1.2 : Position de liquidité et TMP du marché monétaire interbancaire**



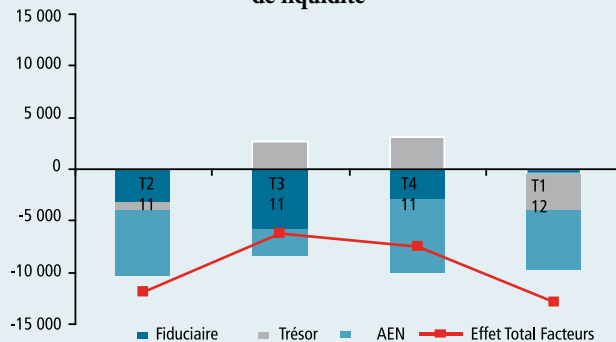
1 Position de Liquidité = Solde des Banques – Réserves Obligatoires +/- Interventions de Bank Al-Maghrib +/- Interventions du Trésor sur le marché monétaire

Durant le deuxième trimestre de l'année 2012<sup>(2)</sup>, le déficit de liquidité bancaire s'est accru en raison de la poursuite de l'évolution restrictive de l'ensemble des facteurs autonomes (-9,3 milliards de dirhams).

Graphique E 4.1.3 : Variation des réserves obligatoires



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



En effet, les opérations du Trésor (hors interventions sur le marché monétaire) ont impacté négativement la liquidité bancaires de 4,5 Milliards de dirhams du fait de la différence entre, d'une part, les souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (16,3 milliards de dirhams) et l'encaissement des recettes fiscales y compris le 1<sup>er</sup> acompte de l'IS au titre de l'année 2012, et d'autre part, les remboursements des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (15,1 milliards de dirhams), le règlement des dépenses de compensation (10,5 milliards de dirhams) et le paiement des salaires des fonctionnaires (5 milliards de dirhams).

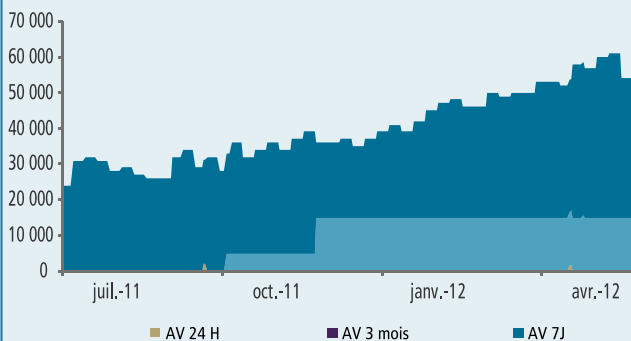
En outre, les opérations sur avoirs extérieurs ont induit une ponction de liquidité de 3,9 milliards de dirhams résultant de la différence entre les achats de devises par les banques commerciales qui ont totalisé 7,6 milliards de dirhams et les cessions de billets de banque étrangers qui ont atteint 3,7 milliards de dirhams. Enfin, l'encours de la monnaie fiduciaire a enregistré une augmentation de 1,1 milliard de dirhams.

Par ailleurs et en raison de l'amélioration des recettes du Trésor (suite notamment à l'encaissement du 1<sup>er</sup> acompte de l'IS), ce dernier a fortement augmenté l'encours de ses placements sur le marché monétaire, qui est passé de 2,3 milliards de dirhams durant le 1<sup>er</sup> trimestre 2012 à 4,6 milliards de dirhams en moyenne quotidienne durant le 2<sup>ème</sup> trimestre.

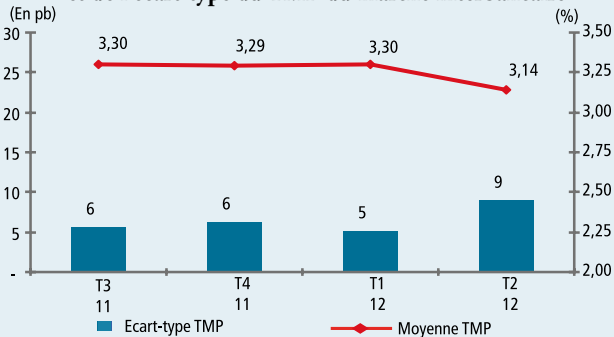
En vue de combler l'insuffisance des trésoreries bancaires qui a dépassé les 60 milliards de dirhams au cours de ce trimestre (contre 48,1 milliards un trimestre auparavant), Bank Al-Maghrib est intervenue principalement au moyen des opérations d'avances à 7 jours pour un montant quotidien moyen de 41,4 milliards de dirhams contre 31 milliards le trimestre précédent. La Banque centrale a également procédé à la reconduction de l'opération de refinancement à 3 mois arrivant à échéance le 24 mai, maintenant ainsi l'encours de ses interventions de long terme à 15 milliards de dirhams.

Pour sa part, le TMP du marché monétaire s'est inscrit en baisse à 3,13% en moyenne durant le trimestre en cours contre 3,30% en T1 2012, suite à la baisse du taux directeur, le 27 mars, de 25 points de base. Toutefois sa volatilité s'est établie à 9 points de base contre 4 points de base un trimestre auparavant.

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



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



<sup>2</sup> T2 2012 : le deuxième trimestre de l'année 2012 ne comprend que la période allant du 1er avril au 28 mai 2012

### 4.1.2 Monnaie, crédit et placements liquides

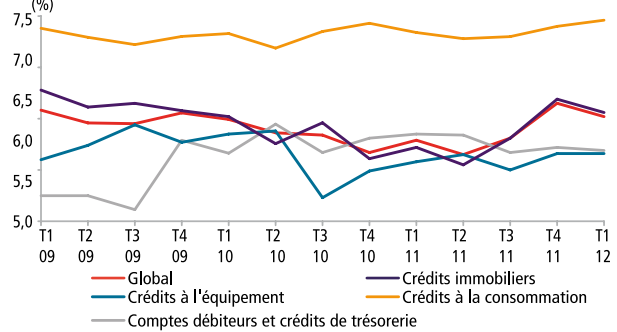
#### Evolution de M3

Les données relatives au mois d'avril font apparaître une poursuite de la croissance modérée de la masse monétaire. En conséquence, l'écart monétaire s'est maintenu à des niveaux négatifs, laissant indiquer ainsi, l'absence à moyen terme de pressions inflationnistes d'origine monétaire.

Après s'être établi à 5,5% au cours du premier trimestre 2012, le rythme annuel de progression de l'agrégat M3 est revenu à 5,2 % en avril. Cette évolution traduit essentiellement la poursuite de la baisse des avoirs extérieurs nets et la décélération du rythme de progression du crédit bancaire, ce qui a atténué l'effet positif de l'accélération du taux d'accroissement des créances nettes sur l'administration centrale.

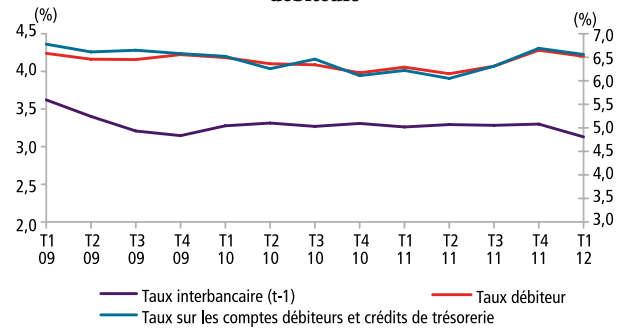
L'analyse des principales composantes de la masse monétaire indique que dans l'ensemble, leurs contributions ont connu un repli à l'exception de celle des titres des OPCVM monétaires. En effet, la hausse annuelle de la monnaie fiduciaire est revenue de 7,7% au premier trimestre à 6,2% en avril, poursuivant ainsi son mouvement de ralentissement entamé au quatrième trimestre 2011. De même, et suite à une diminution mensuelle de 2%, la monnaie scripturale a augmenté de 3,9% en glissement annuel, après un taux de 5,1% observé en moyenne durant les trois premiers mois de l'année 2012. Pour leur part, les dépôts à terme se sont inscrits en baisse de 4,1% en glissement annuel, au lieu d'une contraction de 3,7% au trimestre précédent, en dépit de l'accroissement observé des taux créditeurs. En revanche, les titres des OPCVM monétaires se sont renforcés de 32,4% en avril, après 20,6% au premier trimestre, traduisant, outre un effet de base lié à la diminution constatée un an auparavant, l'importance des transferts effectués durant ces derniers mois au profit de cette catégorie de placements. Concernant les placements à vue,

Graphique 4.3 : Evolution des taux débiteurs\*



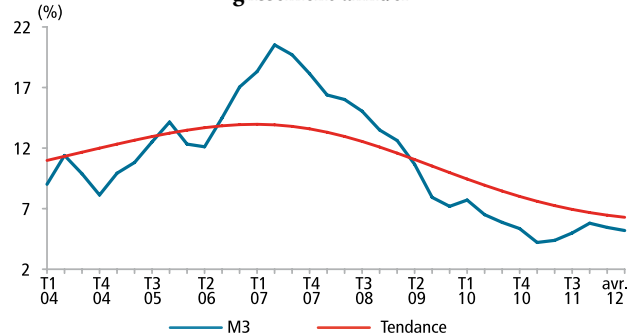
\* A partir de T3-2010, l'échantillon de l'enquête a été élargi à 80% des crédits distribués à la clientèle non financière (voir note méthodologique publiée sur le site de BANK AL-MAGHRIB).

Graphique 4.4 : Evolution du taux interbancaire et des taux débiteurs



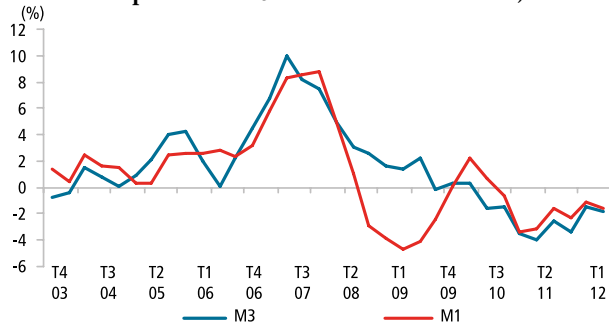
Source : BAM

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



Source : BAM

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



Source : BAM



ils n'ont pas connu de variations significatives entre le premier trimestre et avril 2012.

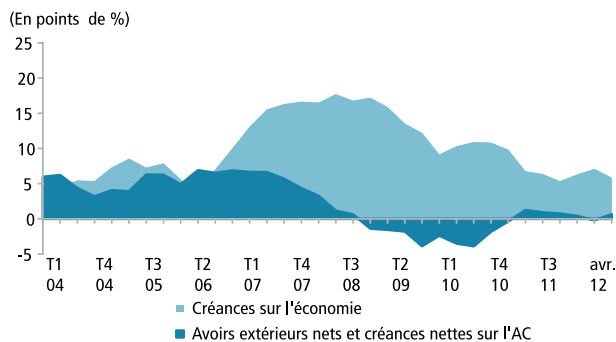
Par agent économique, la modération de la progression des dépôts inclus dans l'agrégat M3, qui peut être expliquée par un arbitrage en faveur des titres d'OPCVM monétaires, est reflétée dans la baisse de la contribution de l'ensemble de déposants, à l'exception des ménages dont les dépôts se sont accrus de 6,6% en avril, après 6,4% au premier trimestre. Ainsi, après avoir enregistré une hausse annuelle de 4,8% au trimestre précédent, les avoirs des entreprises non financières privées ont accusé une baisse de 4,1% en avril. S'agissant des dépôts du secteur public et ceux des sociétés financières, ils ont poursuivi leur orientation baissière observée durant les derniers mois.

### Crédit

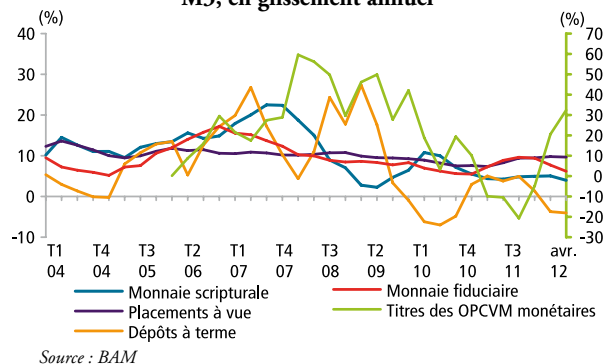
Les dernières évolutions font ressortir une décélération du rythme de progression annuel du crédit bancaire, de 9% au 1<sup>er</sup> trimestre 2012 à 6,9% en avril, sous l'effet principalement, du repli du taux de variation des prêts accordés aux entreprises. Ces derniers ont connu un ralentissement significatif qui semble s'expliquer par le remboursement, des montants contractés en mars dernier pour le paiement de l'impôt sur les sociétés.

Par objet économique, la décélération du rythme d'accroissement annuel du crédit bancaire est globalement attribuable à celle des facilités de trésorerie et, dans une moindre mesure, à celle des crédits immobiliers. En effet, le taux de progression des facilités de trésorerie s'est inscrit en ralentissement, revenant en glissement annuel, de 16,6% au 1<sup>er</sup> trimestre à 9,3% en avril 2012, soit une baisse de 3,4% d'un mois à l'autre, reflétant probablement l'effet du remboursement des prêts accordés en mars pour le paiement de l'impôt sur les sociétés. Dans le même temps, les crédits immobiliers ont vu leur croissance en glissement annuel, décélérer à 7,6% en avril, après un taux

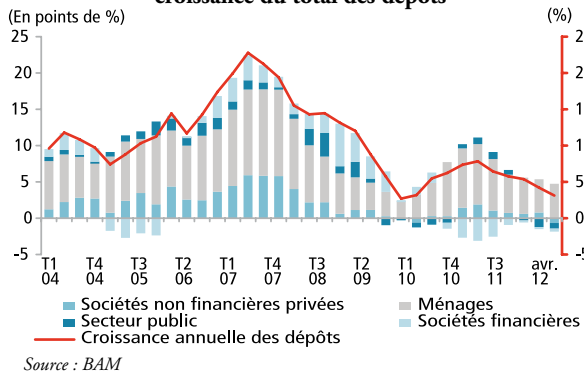
**Graphique 4.7 : Contributions des principales contreparties à la croissance de la masse monétaire**



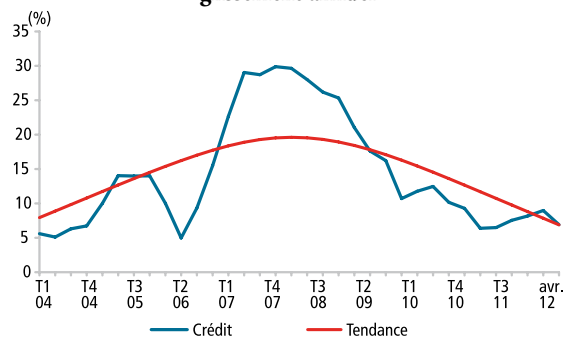
**Graphique 4.8 : Evolution des principales composantes de M3, en glissement annuel**



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



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

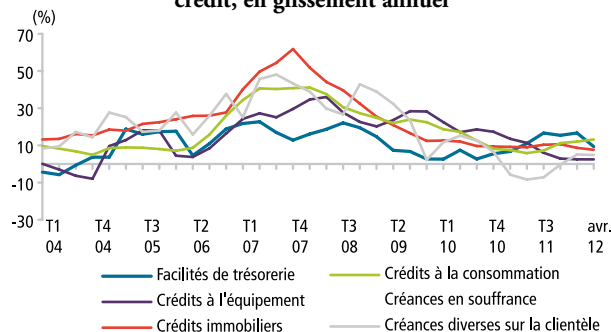


d'accroissement de 8,6% observé en moyenne des trois premiers mois de l'année 2012, suite essentiellement à la diminution du taux de progression des prêts accordés aux promoteurs. Pour ce qui est des crédits à l'équipement, leur variation annuelle est restée inchangée entre avril et le 1<sup>er</sup> trimestre, se situant à 2,5%. En revanche, le taux de croissance des crédits à la consommation s'est établi à 13,2% en avril, après 12% le trimestre précédent. En ce qui concerne les créances diverses sur la clientèle, elles ont accusé une baisse mensuelle de 1,6% et ont augmenté de 4,8% en glissement annuel, en décélération par rapport au trimestre précédent. S'agissant des créances en souffrance, leur rythme de progression a également connu un ralentissement, revenant de 11,8% à 9,4% en avril, avec toutefois une hausse de 0,5% d'un mois à l'autre.

La ventilation du crédit par agent économique indique un ralentissement du rythme de progression des concours destinés au secteur privé et une accélération de celui des prêts accordés au secteur public. En effet, le taux de progression annuel des prêts accordés au secteur privé est revenu de 7% au premier trimestre 2012 à 5,1% en avril. Cette décélération, qui est attribuable à celle du rythme de progression des crédits accordés aux sociétés non financières qui est revenu à 3,9% après 9,2% au trimestre précédent, a toutefois été atténuée par la hausse des prêts destinés aux ménages dont le taux à le taux d'accroissement s'est établi à 7,3% en avril, après 4,3% en moyenne des trois premiers mois de l'année 2012.

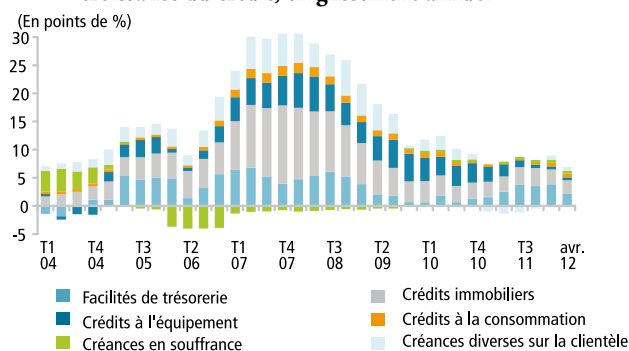
Aussi, la contribution de ce secteur à la croissance du crédit a reculé à 4,2 points de pourcentage, au lieu de 5,8 points de pourcentage au 1<sup>er</sup> trimestre. En revanche, le rythme d'évolution des concours destinés au secteur public a augmenté de 58,4% en glissement annuel en avril, après 52,2% au trimestre précédent, contribuant ainsi à hauteur de 2,4 points de pourcentage à la croissance du crédit bancaire.

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



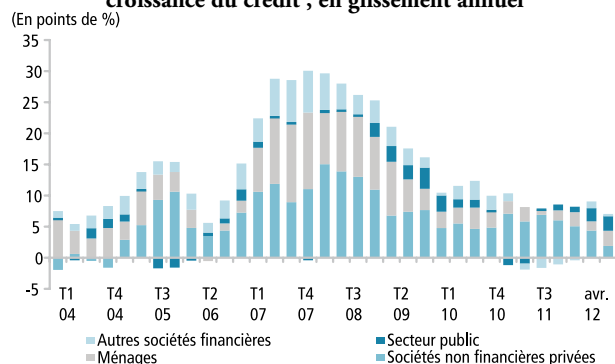
Source : BAM

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



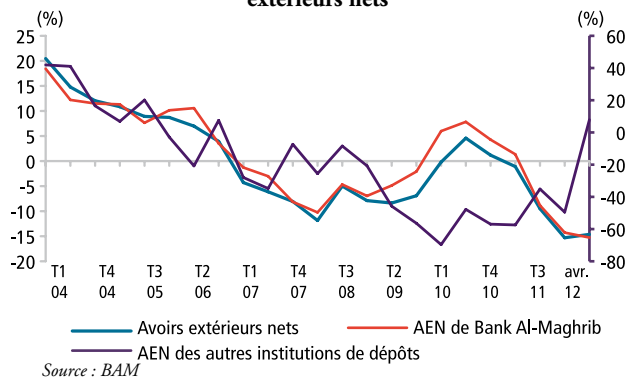
Source : BAM

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



Source : BAM

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



Source : BAM

### Autres sources de création monétaire

S'inscrivant dans le prolongement de la tendance baissière entamée en août 2011, les avoirs extérieurs nets ont accusé, au premier trimestre 2012, un repli de 15,3% par rapport au niveau enregistré un an auparavant, en liaison principalement avec le creusement du déficit commercial. En avril 2012, ces réserves ont marqué une baisse de 14,6% en glissement annuel, recouvrant une diminution de 15,3% des avoirs extérieurs nets de Bank Al-Maghrib et une augmentation de 7,9% de ceux des autres institutions de dépôts.

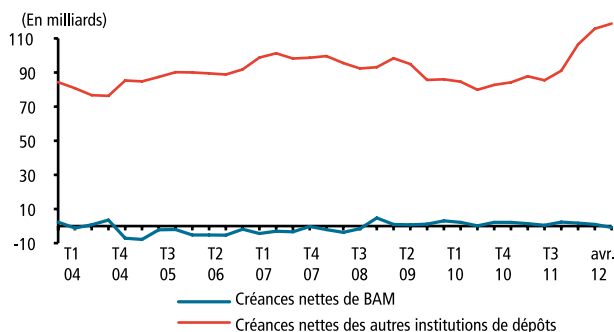
Concernant les créances nettes sur l'administration centrale, en dépit d'une contraction mensuelle de 0,7% en avril, leur rythme de progression ressort en accélération de 30,6% au trimestre précédent à 38,5% en glissement annuel, traduisant l'accroissement du recours de l'administration centrale aux autres institutions de dépôts.

### Placements liquides

Les agrégats de placements liquides ont marqué une hausse de 4,9% en avril en glissement annuel, contre 3,8% au trimestre précédent. Le profil d'évolution de ces placements reflète essentiellement l'augmentation du rythme de croissance annuel des actifs inclus dans l'agrégat PL1, en particulier celui des bons du Trésor négociables qui est passé de 5,8% au premier trimestre 2012 en glissement annuel à 7,1% en avril. Parallèlement, les titres des OPCVM obligataires inclus dans l'agrégat PL2, n'ont augmenté que de 2,4% en avril, après 4,7% au 1<sup>er</sup> trimestre 2012, en liaison principalement avec la hausse de la demande portant sur cette catégorie de placements.

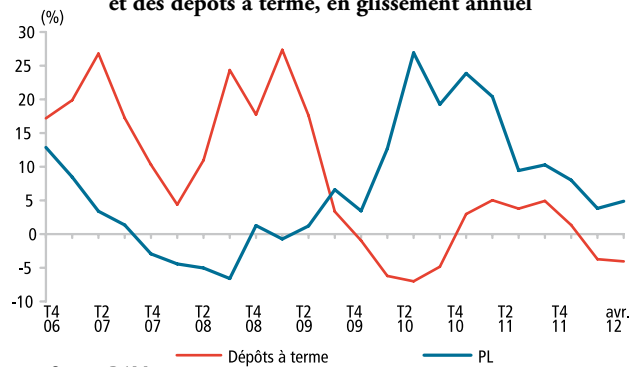
Pour ce qui est des titres des OPCVM actions et diversifiés, qui constituent l'agrégat PL3, ils ont accusé une baisse annuelle de 11,2% en avril, après celle de 17,5% enregistrée au trimestre précédent, reflétant notamment l'évolution des cours sur la bourse de Casablanca.

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



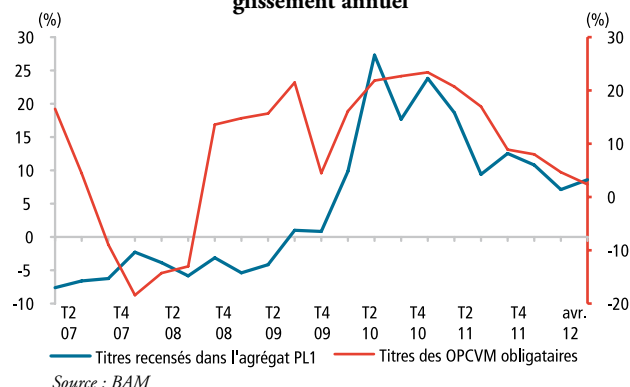
Source : BAM

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



Source : BAM

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



Source : BAM

## Taux de change

Au terme du premier trimestre de l'année 2012 et comparativement au trimestre précédent, le dirham s'est apprécié de 0,49% par rapport à l'euro. Il s'est en revanche déprécié respectivement de 2,16% et de 2,12%, à l'égard du dollar américain et de la livre sterling. Cette évolution s'est poursuivie durant les mois d'avril et mai 2012, la monnaie nationale ayant enregistré une hausse moyenne de 0,20% contre l'euro et des baisses de 2,41% et de 0,89%, respectivement, face à la livre sterling et au dollar.

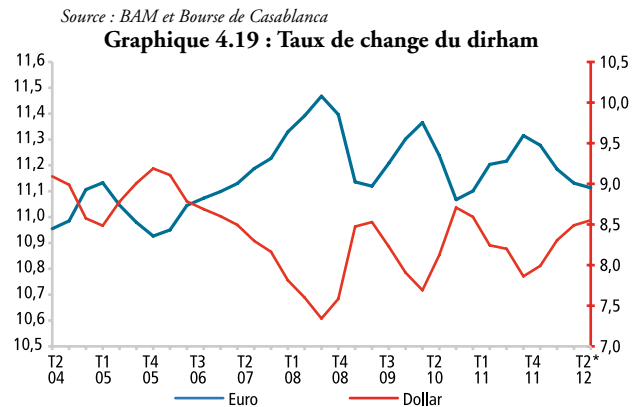
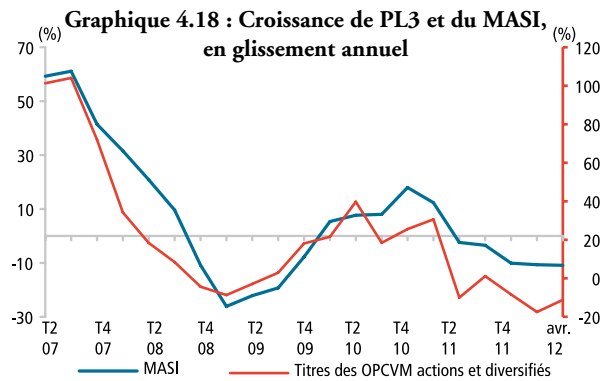
Pour sa part, le taux de change effectif nominal du dirham, calculé à partir des taux de change bilatéraux vis-à-vis des principaux partenaires et concurrents du Maroc, s'est déprécié de 0,68% par rapport au trimestre précédent. En termes réels, la monnaie nationale s'est dépréciée de 1,1%, en raison d'un taux d'inflation au Maroc globalement inférieur à celui des principaux pays partenaires et concurrents.

## 4.2 Prix des actifs

### 4.2.1 Actifs immobiliers

A l'issue du premier trimestre 2012, les prix des actifs immobiliers ont augmenté de 0,6%, en glissement trimestriel, après une quasi-stagnation au dernier trimestre 2011. Cette évolution recouvre une quasi-stabilité des prix des biens résidentiels et commerciaux, et un accroissement de 1,7% de ceux des biens fonciers. D'une année à l'autre, ces prix ont progressé de 1,1%, après 2,8% le trimestre précédent.

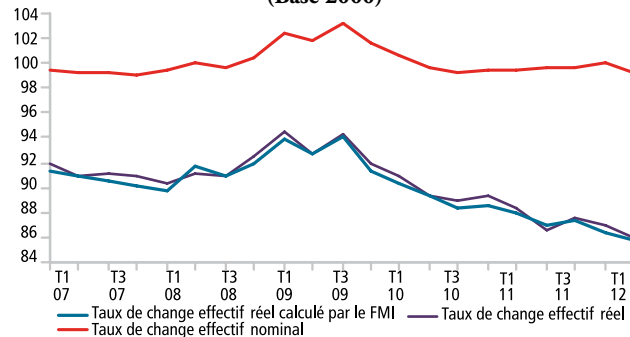
Le nombre des ventes de biens immobiliers immatriculés au niveau de l'ANCFCC, arrêté 35 jours après la fin du premier trimestre, a diminué de 1% d'un trimestre à l'autre, alors qu'il s'est accru de 18,4% en glissement annuel, s'élevant à 27 670 transactions. La structure des transactions continue d'être dominée par les ventes de biens résidentiels, avec une part de 67%. Quant aux terrains urbains et aux biens commerciaux, ils en représentent respectivement 27% et 6%.



\*L'observation du deuxième trimestre 2012 correspond à la moyenne arithmétique des données du 1<sup>er</sup> avril au 30 mai 2012.

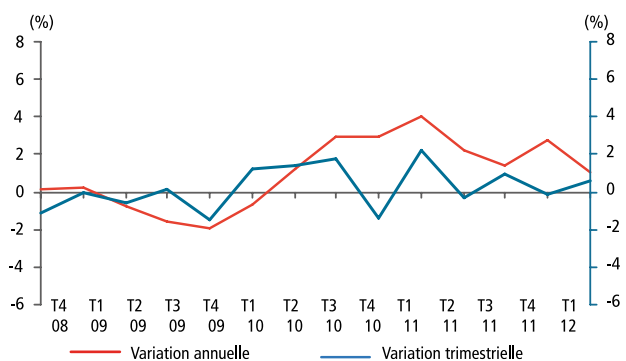
Source : BAM

**Graphique 4.20 : Taux de change effectif nominal et réel (Base 2000)**



Source : FMI et Calculs de BAM

**Graphique 4.21 : Indice des prix des actifs immobiliers (IPAI)**



Durant la même période, les crédits à l'habitat, chiffrés en moyenne à 138,6 milliards de dirhams, se sont accrus de 10,3%, rythme annuel inférieur à celui observé le trimestre précédent, soit 11,1%.

### 4.2.2 Cours des actions

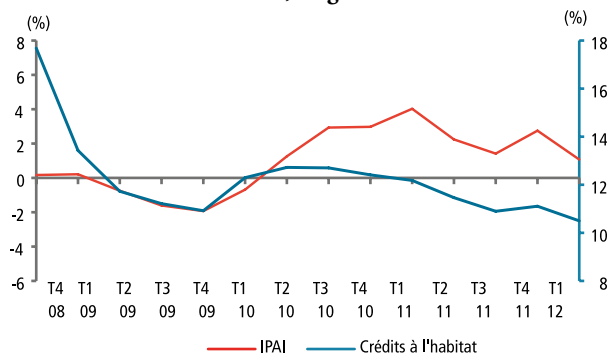
Après le fléchissement de 13% en décembre 2011 en glissement annuel, l'indice MASI n'a pas connu de variations significatives au premier trimestre 2012, les hausses mensuelles observées en janvier et en février ayant été compensées par le repli des cours en mars.

La baisse des cours des actions s'est poursuivie au cours des deux premiers mois du deuxième trimestre, quoiqu'à un rythme mensuel moins marqué, soit 1,4% au 28 mai au lieu de 6% en avril. La contreperformance du MASI depuis le début de l'année s'est ainsi située à 8%. Quant aux cours des valeurs du secteur immobilier, ils ont marqué une augmentation mensuelle de 3,2% au 28 mai, après un repli de 11,5% en avril et une quasi-stabilité au premier trimestre 2012, s'établissant ainsi à un niveau inférieur de près de 8% à celui de décembre dernier.

Au niveau des autres indices sectoriels, la plupart des cours des actions se sont inscrits en diminution entre avril et mai 2012. En effet, seuls les indices relatifs aux secteurs des banques, des logiciels et services informatiques, du pétrole et gaz et de l'agroalimentaire ont enregistré des progressions mensuelles respectives de 4,3%, de 3%, de 1,9% et de 0,9%. En revanche, les valeurs des autres secteurs ont accusé des replis, allant de 1,7% pour le secteur de la Chimie, à 12,3% pour celui des télécommunications.

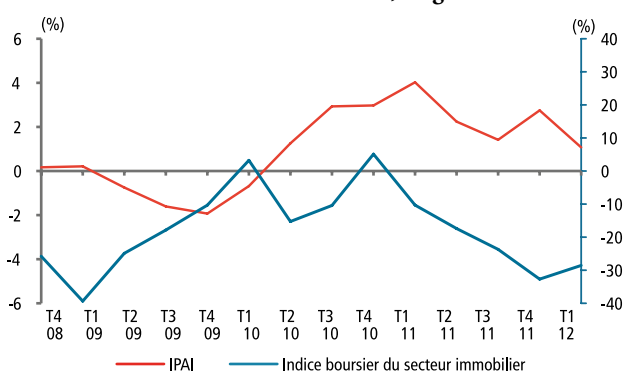
En liaison, en grande partie, avec la décreue des cours, la capitalisation boursière a régressé de 4%, s'établissant à 509,6 milliards de dirhams, entre le dernier trimestre 2011 et le premier trimestre 2012. Au 28 mai, elle s'est contractée de 1,4% par rapport au mois précédent et de 8,2% depuis le début de l'année, revenant ainsi à 474 milliards de dirhams.

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



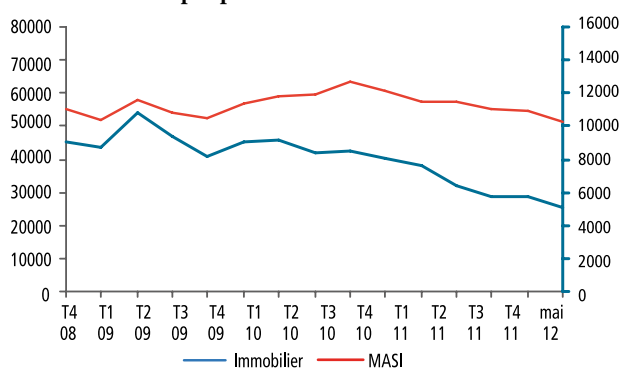
\* Compte non tenu de crédits destinés à la promotion immobilière  
Source : BAM et ANCFCC

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



Source : BAM, ANCFCC et Bourse de Casablanca

Graphique 4.24 : Indices boursiers

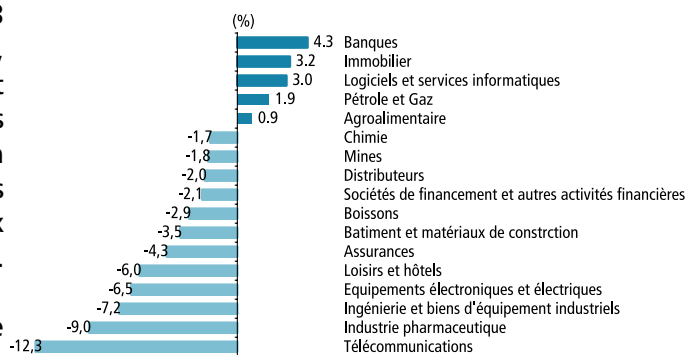


\* Données arrêtées au 28 mai 2012  
Source : Bourse de Casablanca

Dans ce contexte, le PER<sup>1</sup> de la place de Casablanca s'est établi à 14,2 en mai 2012, au lieu de 15,1 le trimestre précédent et de 16,3 au dernier trimestre de l'année 2011. Il reste, toutefois, relativement élevé comparativement à ceux observés dans certaines places boursières comparables. De même, le PB<sup>2</sup> évalué à 2,9 en mai 2012, après 3,1 durant les deux trimestres précédents, est ressorti élevé par rapport aux niveaux atteints dans les places de l'échantillon.

Pour ce qui est de l'activité sur le marché boursier, le volume global des transactions s'est établi à 10,8 milliards de dirhams au terme du premier trimestre 2012, au lieu de 26,1 milliards un trimestre auparavant. Au titre des mois d'avril et de mai, il s'est chiffré à près de 7 milliards, dont plus de la moitié est réalisée sur le compartiment central.

Graphique 4.25 : Performance des indices sectoriels, entre avril et mai 2012\*



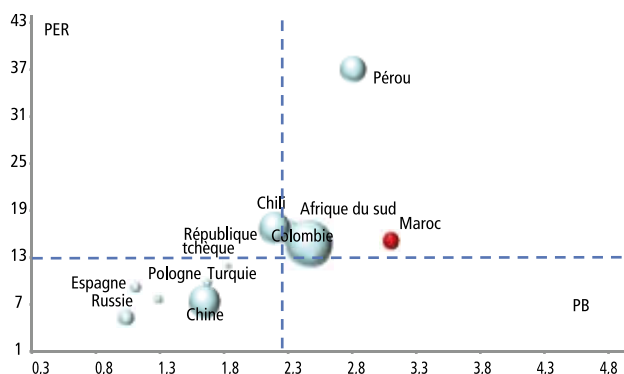
\* Données arrêtées au 28 mai 2012  
Source: Bourse de Casablanca

Tableau 4.3 : Valorisation du marché des actions

PER	T4 :10	T1 :11	T2 :11	T3:11	T4:11	T1:12	mai12
PER							
Argentine	12,6	13,6	11,2	9,8	8,5	8,1	7,4
Chine	13,5	13	11,3	8,4	7,5	9,2	7,3
Mexique	15,7	15,1	13,4	12,5	13,5	17,6	16,8
Turquie	12,3	11,5	11,8	10,2	10,1	10,9	9,7
<b>Maroc</b>	<b>19,1</b>	<b>16,6</b>	<b>16,1</b>	<b>16,9</b>	<b>16,3</b>	<b>15,1</b>	<b>14,2</b>
PB							
Argentine	2,1	2,6	2,4	2,2	1,8	1,7	1,4
Chine	2,2	1,7	1,8	1,4	1,3	1,7	1,4
Mexique	2,6	2,6	2,5	2,4	2,5	2,7	2,8
Turquie	1,9	1,7	1,7	1,5	1,5	1,7	1,5
<b>Maroc</b>	<b>3,7</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,9</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>

Sources : Datastream, CFG

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



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

1 PER : Price Earnings Ratio est le rapport entre le cours de bourse d'une entreprise et le bénéfice net par action.

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

## 5. ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

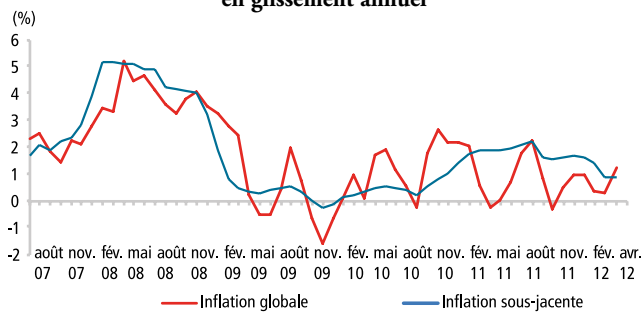
En ligne avec l'appréciation faite par le Conseil lors de sa réunion de mars dernier, les pressions inflationnistes sont restées modérées. L'inflation, mesurée par l'accroissement en glissement annuel de l'indice des prix à la consommation (IPC), s'est établie à 1,2% en avril 2012, après 0,3% en mars et 0,4% en février, soit une moyenne limitée à 0,5% au premier trimestre et à 0,7% sur les quatre premiers mois de l'année. Compte non tenu des produits alimentaires volatils et des produits dont les prix sont réglementés, l'inflation sous-jacente (IPCX) est revenue à 0,8% en mars et en avril, après 1,4% en février, affichant une moyenne de 1,1% sur les quatre premiers mois de l'année. Son écart absolu par rapport à l'inflation ressort à 0,4 point de pourcentage en avril, après 0,5 point un mois auparavant. L'évolution récente de l'inflation sous-jacente recouvre, une quasi-stabilité de l'inflation des biens échangeables (IPCXE) et un net repli de celle des non échangeables (IPCXNE). En effet, reflétant le léger recul des tensions sur les cours mondiaux des produits de base et des prix à la consommation dans les principaux pays partenaires, l'inflation des biens échangeables inclus dans l'IPCX est restée quasi-inchangée à 2,3% au cours des trois derniers mois, tandis que celle des biens non échangeables est revenue de 0,3% en février à -0,7% en mars et à -0,8% en avril, en liaison avec la poursuite de la modération des tensions inflationnistes sur le plan interne, ainsi qu'avec le nouveau recul des prix des services de communication. Par ailleurs, l'évolution récente des cours mondiaux des matières premières, marquée à la fois par le ralentissement des prix des produits énergétiques et la baisse de ceux hors énergie, continue de se diffuser aux prix à la production industrielle, dont la progression, en glissement annuel, est passée respectivement de 8,7% et de 7,2% en février et en mars à 6,5% en avril.

### 5.1 Evolution de l'inflation

En dépit de la bonne tenue de la demande intérieure, les données les plus récentes témoignent de la poursuite de la modération des tensions inflationnistes, favorisée par l'effet d'atténuation exercé par le mécanisme de compensation qui isole les prix nationaux de la variation des cours mondiaux des matières premières. Après s'être établie à 0,4% et 0,3% en février et mars derniers, l'inflation, mesurée par l'accroissement de l'indice des prix à la consommation, n'a pas dépassé 1,2% en avril, soit une moyenne de 0,7% sur les quatre premiers mois de l'année 2012 (tableau 5.1).

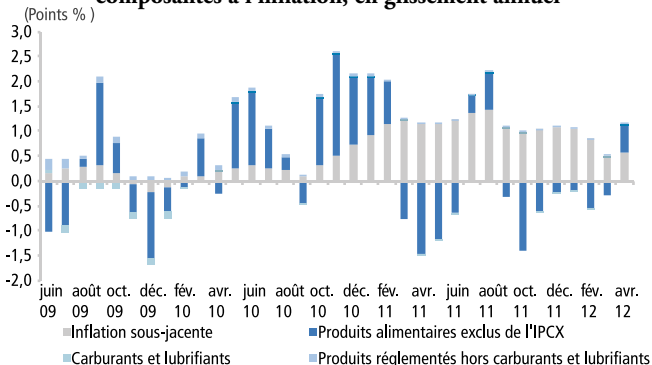
L'évolution des prix à la consommation au cours du mois d'avril a été principalement tirée par la hausse des prix des produits alimentaires volatils, les prix des produits réglementés et l'indicateur de l'inflation sous-jacente n'ayant pas connu de variations notables d'un mois à l'autre (graphique 5.2). En effet, Après avoir accusé des baisses depuis septembre 2011, les prix des produits alimentaires volatils se sont inscrits en hausse de 4,4% en avril, traduisant le renchérissement, en glissement annuel, des catégories « volaille et lapin »

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



Sources : HCP et calculs BAM

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



Sources : HCP et calculs BAM

et « poissons frais », mais également la progression des prix des « légumes frais », des « œufs » et des « céréales non transformées » imputable à des effets de base liés aux niveaux bas observés un an auparavant. Pour leur part, les prix des produits réglementés ont enregistré une hausse de 0,2% en mars et avril, en glissement annuel. Abstraction faite de ces deux composantes, l'inflation sous-jacente s'est établie à 0,8%, soit un rythme inchangé par rapport à mars et en décélération par rapport au mois de février (1,4%). Ce ralentissement de l'inflation sous-jacente découle en majeure partie de la nouvelle baisse de 9,5% en variation mensuelle et de 22,3%, en glissement annuel, des tarifs de la rubrique « services de téléphonie et télécopie »<sup>1</sup> en mars. Ce repli, qui s'est traduit par une contribution négative de -0,8 point de pourcentage à la variation de l'inflation sous-jacente, a induit un effet de niveau qui devrait maintenir l'inflation sous-jacente à des rythmes faibles pendant plusieurs mois. L'écart absolu entre l'inflation et l'inflation sous-jacente, de l'ordre de 1 point de pourcentage en février, s'est ainsi réduit à 0,5 point en mars et 0,4 point en avril.

Par grandes composantes, la quasi-stagnation de l'inflation sous-jacente au cours des deux derniers mois recouvre une accélération des prix des rubriques « restaurant et hôtels » et services de « transport hors produits réglementés », ainsi qu'une décélération des prix des « meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer ».

## 5.2 Biens échangeables et Biens non échangeables

L'analyse détaillée de l'évolution des prix des biens par catégorie échangeable et non échangeable montre que l'évolution de l'inflation sous-jacente au cours des trois derniers mois a été notablement influencée par les variations des prix des biens non échangeables (graphiques 5.3 et 5.4). Pour sa part, le rythme de progression

<sup>1</sup> Une première baisse de 14,2%, en variation mensuelle, a été observée en septembre 2011.

Tableau 5.1 : Inflation et ses composantes

	Variation mensuelle (%)			Glissement annuel (%)		
	fév. 12	mars 12	avr. 12	fév. 12	mars 12	avr. 12
<b>Inflation globale</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>1,2</b>
dont:						
- Produits alimentaires volatils exclus de l'inflation sous-jacente	2,1	0,6	-1,6	-3,7	-2,0	4,4
- Carburants et lubrifiants	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1
- Produits réglementés hors carburants et lubrifiants	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3
<b>Inflation sous-jacente</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>1,4</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>
dont :						
- Produits alimentaires	0,1	-0,2	-0,1	2,7	2,3	2,1
- Articles d'habillement et chaussures	-0,2	-0,1	0,0	2,5	2,5	2,5
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles*	0,0	0,1	0,1	1,0	1,0	1,1
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,0	0,0	-0,1	0,7	0,6	0,4
- Santé*	-0,1	0,0	0,0	2,2	2,2	2,3
- Transport*	-0,1	-0,2	0,1	0,9	0,5	0,8
- Communication	0,0	-8,2	0,1	-12,6	-19,7	-19,6
- Loisirs et cultures	-0,2	0,1	-0,1	-0,2	0,0	-0,1
- Enseignement	0,0	0,0	0,0	3,0	3,0	3,0
- Restaurants et hôtels	0,1	0,0	0,4	2,2	2,0	2,4
- Biens et services divers	0,1	0,1	0,0	1,7	1,7	1,7

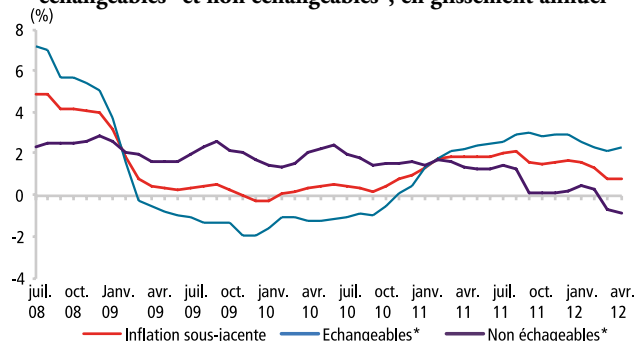
\* Hors produits réglementés  
Sources : HCP et calculs BAM

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

Produits (Dh/Litre)	avril 2010	oct. 2010	janv. 2011	avr. 2011	oct. 2011	fév. 2012	avr. 2012
Super carburant	10,18	10,18	10,18	10,18	10,18	10,18	10,18
Gasoil 50 PPM*	7,15	7,15	7,15	7,15	7,15	7,15	7,15
Fuel industriel (Dh/Tonne)	3074	3074	3 678	3 678	3 678	3 678	3 678

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

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



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



de l'indice des prix des biens échangeables hors produits volatils et réglementés, dont l'évolution reste sensiblement liée à celle de l'inflation des principaux partenaires commerciaux, est resté globalement stable (graphique 5.6).

Ainsi, la variation en glissement annuel des prix des biens échangeables, en hausse depuis novembre 2010, a marqué une décélération à partir de janvier 2012, avant de s'établir à 2,2% et 2,3% en mars et en avril respectivement, soit une moyenne de 2,3% durant les quatre premiers mois de l'année 2012 au lieu de 1,9% durant la même période de l'année précédente. Cette évolution reflète, en grande partie, celle des produits alimentaires non réglementés, notamment les « huiles » et « huiles et graisses » qui ont contribué conjointement à la hausse de l'IPCXE de 0,8 point de pourcentage en avril 2012 après 0,7 point un mois auparavant et, dans une moindre mesure, les « produits à base de céréales » avec une contribution de 0,3 point en mars et avril. Pour leur part, les prix des biens non échangeables ont vu leur rythme de variation, en glissement annuel, revenir de 0,3% en février à -0,7% et -0,8% en mars et avril respectivement, avec une moyenne de -0,2% sur les quatre premiers mois de 2012 (tableau 5.3 et 5.4). Ce recul est dû, en majeure partie, à l'effet de niveau induit par la baisse, en mars, des tarifs des services de communication, en particulier ceux de la composante « services de téléphonie et de télécopie ».

### 5.3 Biens et services

La ventilation du panier de l'IPC en biens et services montre que la dynamique de court terme de l'inflation reste influencée dans une large mesure par l'évolution des prix des biens non transformés. En effet, après les baisses successives observées au cours des deux derniers mois, les prix de cette catégorie, dont le profil est principalement conditionné par les fluctuations des prix des produits alimentaires volatils, ont enregistré une hausse de 2,4% en glissement annuel en avril

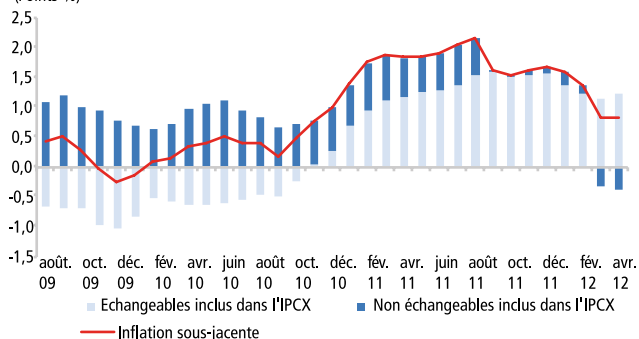
**Tableau 5.3 : Evolution des indices des prix des biens échangeables\* et non échangeables\* inclus dans l'IPCX**

	Evolution en variation mensuelle (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	fév. 12	mars 12	avr. 12	fév. 12	mars 12	avr. 12
Biens échangeables*	0,3	0,3	0,2	3,0	3,0	2,6
Biens non échangeables*	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	0,5

\* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés

Sources : HCP et calculs de BAM

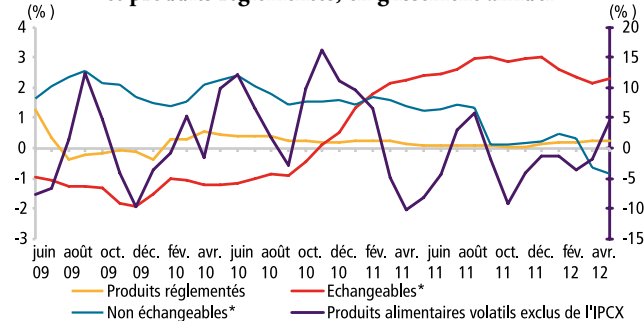
**Graphique 5.4 : Contribution des échangeables\* et des non échangeables\* à l'inflation sous-jacente, en glissement annuel (Points %)**



\* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés

Sources : HCP et calculs BAM

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



\* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés

Sources : HCP et calculs BAM

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

	Contributions à l'inflation en variation mensuelle		Contributions à l'inflation en glissement annuel	
	mars 12	avr. 12	mars 12	avr. 12
Produits exclus de l'IPCX	0,1	-0,2	-0,2	0,6
Dont :				
Produits réglementés	0,0	0,0	0,0	0,0
Produits alimentaires volatils	0,1	-0,2	-0,3	0,6
Biens échangeables*	0,0	0,0	0,7	0,8
Biens non échangeables*	-0,3	0,0	-0,2	-0,3

\* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés

Sources : HCP et calculs BAM

et ont contribué de 0,5 point à l'inflation au lieu de -0,3 point un mois auparavant (graphique 5.7). Pour leur part, les prix des biens transformés hors carburants et lubrifiants ont vu leur rythme d'accroissement passer de 1,8% en mars, à 1,9% en avril, soit le même rythme observé en moyenne sur les quatre premiers mois de l'année 2012. La contribution de cette catégorie de biens à la variation de l'indice général en avril est évaluée à 0,8 point de pourcentage.

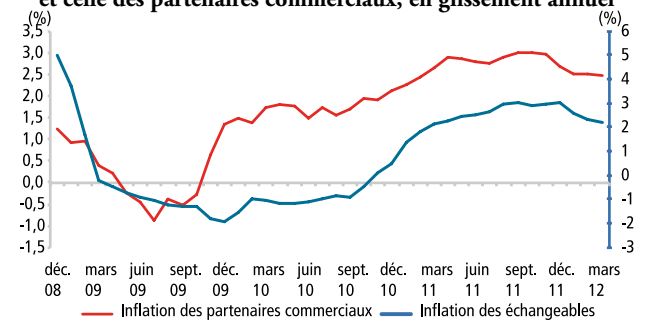
S'agissant des services, leurs prix ont varié à un rythme quasi-identique à celui du mois précédent, soit -0,5%, contribuant ainsi négativement à l'inflation à hauteur de 0,2 point de pourcentage. Quant aux tarifs des carburants et lubrifiants, ils n'ont pas connu de variation notable (tableau 5.5).

### 5.4 Indice des prix à la production industrielle

Les prix à la production industrielle continuent de refléter les évolutions récentes des cours mondiaux des matières premières et, en particulier celles énergétiques. Ainsi, après s'être inscrit en hausse mensuelle de 1,7% et de 1,5% en février et en mars respectivement, l'indice des prix à la production n'a augmenté que de 0,6% en avril, tiré principalement par la progression des prix de la branche cokéfaction et raffinage de 1,2%, contre 4,4% un mois auparavant, soit une contribution de 0,4 point de pourcentage à la variation de l'indice général (graphique 5.9).

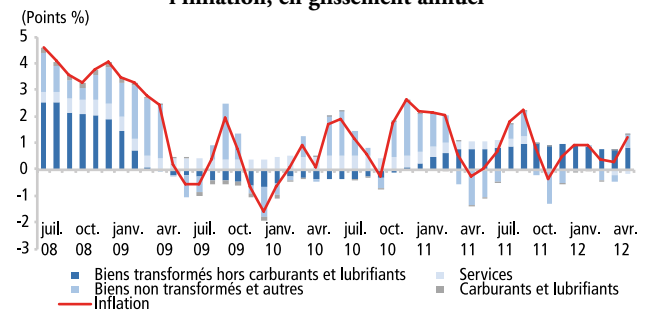
Par ailleurs, les prix à la production hors raffinage ont légèrement progressé de 0,2% en avril après avoir stagné en mars, recouvrant les hausses des prix de la section « industries alimentaires » et « travail du bois et fabrication d'articles en bois » de 0,6% et de 4,6% respectivement. Ces progressions ont plus que compensé le repli de 0,7% des prix des branches « industrie de l'habillement des fourrures » et de 0,1% au niveau de la branche « industrie chimique ». En comparaison annuelle, la progression de l'indice global a poursuivi son atténuation, revenant de 8,7% en février et de 7,2% en mars à 6,5%

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



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

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



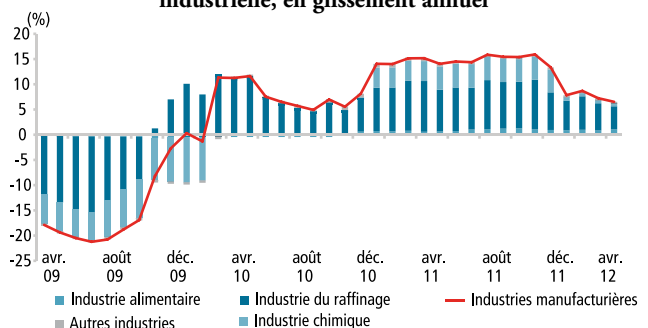
Sources : HCP et calculs BAM

Tableau 5.5 : Indices des prix des biens et services

	Evolution en variation mensuelle (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	fév. 12	mars 12	avr. 12	fév. 12	mars 12	avr. 12
Biens transformés*	0,1	0,0	0,0	1,9	1,8	1,9
Biens non transformés et autres	1,1	-0,1	-1,1	-1,7	-1,1	2,4
Services	0,0	-0,6	0,1	0,0	-0,6	-0,5
Carburants et lubrifiants	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1

\* Hors carburants et lubrifiants  
Sources : HCP et calculs BAM

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



Sources : HCP et calculs BAM

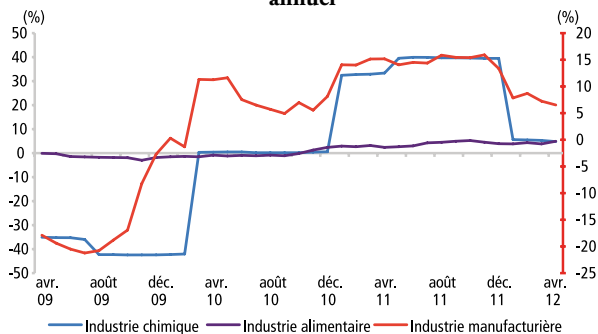
en avril. Cette évolution est due, en majeure partie, à la poursuite de la décélération des prix de la branche cokéfaction et raffinage, dont le rythme de variation est passé de 21,1% et de 16,2% en février et en mars respectivement à 13,4% en avril. Pour sa part, l'indice hors raffinage a augmenté de 3% en avril, après 2,8% un mois auparavant.

### 5.5 Anticipations d'inflation

Selon les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib du mois d'avril 2012, les prix des produits industriels devraient rester à des niveaux modérés durant les trois prochains mois<sup>1</sup>, avec toutefois une légère orientation à la hausse. En dépit du recul observé, le pourcentage des chefs d'entreprises ayant anticipé une stagnation est resté élevé à 70% en avril 2012 au lieu de 79% en moyenne au cours du premier trimestre, la proportion des chefs d'entreprises ayant tablé sur une hausse s'est établie à 28% contre 16% en moyenne durant le premier trimestre (Graphique 5.11).

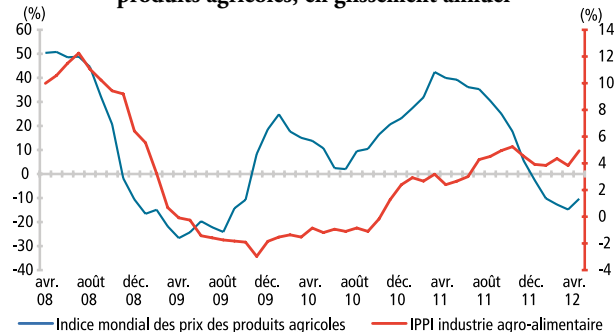
Parallèlement, les résultats de l'enquête font ressortir la poursuite de la modération de l'inflation aux cours des trois prochains mois<sup>1</sup>. Le pourcentage des chefs d'entreprises ayant anticipé une stagnation s'est établi à 74% en avril 2012, contre une moyenne de 68% durant le premier trimestre 2012. La modération des anticipations de l'inflation est davantage confirmée par le repli de 27% au premier trimestre 2012 à 21% en avril du pourcentage des opérateurs prévoyant une hausse (Graphique 5.12).

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



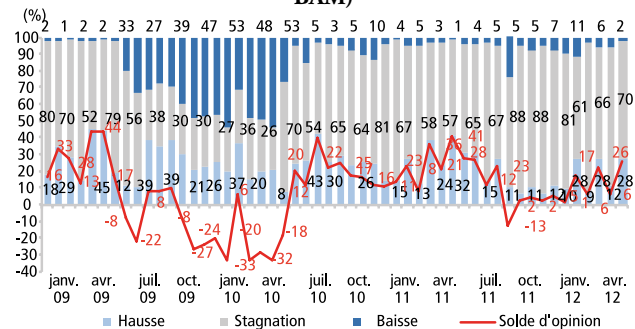
Sources : HCP et calculs BAM

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



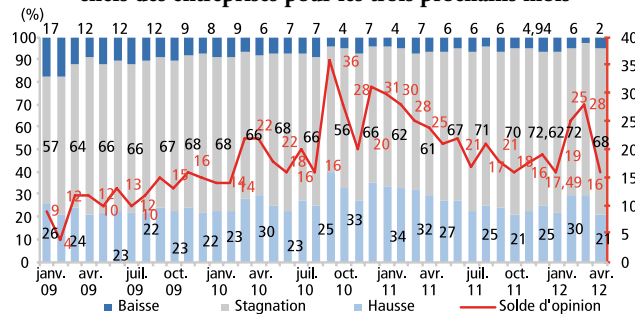
Sources : Banque mondiale, HCP et calculs de BAM

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



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

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



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

<sup>1</sup> L'horizon des anticipations de l'Enquête de Conjoncture de BAM du mois d'avril 2012 correspond aux mois de mai, juin et juillet 2012.

---

## 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 1,9% en légère hausse par rapport au taux moyen prévu dans le cadre du dernier Rapport sur la politique monétaire (1,8%). Au cours de l'année 2012, l'inflation devrait se situer autour de 1,4%. Pour les trois premiers trimestres de l'année 2013, la prévision fait état d'un taux d'inflation moyen de 2,1%. Sous l'hypothèse du maintien du prix du gasoil à la pompe à son niveau actuel, établi à 8,15DH le litre selon le communiqué du gouvernement du 1er juin courant, la balance des risques pour le présent exercice de prévision est globalement équilibrée, en raison des incertitudes entourant l'évolution des cours des matières premières hors énergie, la croissance chez les pays partenaires et les effets de second tour liés au relèvement des prix des hydrocarbures.*

---

### 6.1 Hypothèses du scénario de base

#### 6.1.1 Environnement international

Après un début d'année marqué par l'intensification des risques de survenance d'une nouvelle récession, les économies avancées semblent globalement afficher des signes de redressement en dépit de l'évolution mitigée de leurs taux de croissance. Chez les pays émergents et en développement, la croissance économique demeure vigoureuse bien qu'elle ait légèrement reculé durant les derniers trimestres en lien, notamment, avec le fléchissement du commerce international et les politiques économiques restrictives visant à tempérer les signes de surchauffe.

Le ralentissement de l'activité économique au sein de la zone euro semble moins prononcé qu'anticipé préalablement par les institutions financières internationales, néanmoins, la croissance se stabilise à un niveau relativement faible dans un environnement emprunt d'incertitudes. En effet, malgré l'amélioration de la capacité de remboursement des principaux pays périphériques de la zone, ainsi que l'atténuation des craintes augurant d'une crise bancaire après les opérations de refinancement à long terme opérées par la BCE, des tensions subsistent sur certains marchés de la dette souveraine se traduisant par une remontée des taux, particulièrement pour l'Espagne et l'Italie. Par ailleurs, les répercussions potentielles

de l'aggravation de la situation en Grèce amplifient de plus en plus les craintes relatives à la viabilité des finances publiques et du secteur bancaire. Dans ce contexte, les conditions d'octroi des crédits se sont endurcies et la confiance des entreprises a de nouveau fléchi.

En revanche, l'économie américaine semble toujours afficher une dynamique favorable tirée principalement par un secteur bancaire moins endetté, ainsi que par l'accroissement des dépenses de consommation privée en lien avec la baisse des taux d'épargne des ménages. De même, la volatilité des cours boursiers a considérablement diminué et le marché de l'immobilier affiche des signes d'amélioration comme en témoignent la progression des ventes et de l'investissement dans la branche résidentielle.

Ainsi, au 1er trimestre de 2012, l'activité économique dans la zone euro n'a pas connu de croissance après un taux de 0,7% réalisé au dernier trimestre de 2011. Pour sa part, l'économie américaine a enregistré une progression notable de 1,9% après avoir affiché un taux de 1,6% au 4ème trimestre de 2011. L'inertie qui a caractérisé l'activité économique au sein de la zone euro durant le trimestre écoulé reflète essentiellement la décélération de la croissance en Allemagne et en France (1,2% et 0,3% respectivement) ainsi que la survenance de la récession en Espagne et son intensification en Italie (-0,4% et -1,3% respectivement).

S'agissant des perspectives de croissance, le Fonds Monétaire International, dans son rapport du mois d'avril, prévoit pour l'année 2012 des taux de croissance de l'ordre de 2,1% et -0,3% respectivement pour les Etats-Unis et la zone euro, soit une légère révision à la hausse par rapport aux taux de croissance présentés dans la mise à jour de janvier 2012 (1,8% et -0,5% respectivement). Concernant l'année 2013, les taux de croissance prévus n'ont pas connu de changements significatifs s'établissant ainsi à 2,4% pour les Etats-Unis et 0,9% pour la zone euro.

Les perspectives économiques des principaux pays avancés demeurent très incertaines. D'un côté, une réaction plus vigoureuse face à la crise dans la zone euro ainsi qu'un assouplissement des conditions de financement pourraient favoriser une relance de l'activité et de l'emploi. En revanche, une propagation plus étendue de la crise dans la zone euro, le recul de la demande des pays émergents, la fragilisation des marchés mondiaux des obligations souveraines et de change en lien avec les niveaux élevés des déficits budgétaires et des dettes publiques et, enfin, le renchérissement des cours du pétrole demeurent autant de sources d'inquiétudes pouvant restreindre l'évolution de la croissance.

Au regard de ces évolutions, des taux de croissance pondérés pour nos principaux partenaires commerciaux (Allemagne, Espagne, France, Italie et Royaume Unis) de l'ordre de -0,6% pour l'année en cours et de 0,6% en 2013 ont été retenus dans le cadre du présent exercice de prévision. Comparativement au RPM du mois de mars (-0,7% en 2012 et 0,4% en 2013), ces hypothèses ont été légèrement revues à la hausse. À signaler que ce taux de croissance est calculé sur la base d'une moyenne pondérée par les parts respectives de ces pays dans notre commerce extérieur.

L'inflation dans la zone euro s'est maintenue durant les derniers mois à des niveaux supérieurs à 2%, principalement en raison de la hausse des prix de l'énergie et de la fiscalité indirecte, et ce malgré la persistance d'importantes capacités de production non exploitées et la diminution des

coûts unitaires de main d'œuvre. Dans ce contexte, la BCE anticipe dans son bulletin du mois de mai des taux d'inflation de 2,3% en 2012 et 1,7% en 2013. Il est à noter que le taux prévu pour 2012 a été revu à la hausse par rapport aux prévisions présentées dans le RPM précédent (1,9%).

Les risques pesant sur l'évolution de l'inflation dans la zone euro demeurent équilibrés. En effet, la hausse des prix des matières premières, l'augmentation des prix des produits administrés et l'éventuel relèvement de la fiscalité indirecte sont tempérés par les perspectives d'une croissance économique plus faible qu'anticipé.

S'agissant de l'Euribor trois mois, le scénario central du présent exercice retient comme hypothèse un taux de 0,65% pour le premier trimestre de l'année en cours. Ce taux devrait diminuer progressivement pour se situer, en moyenne, à 0,57% au deuxième semestre de 2012. Au premier semestre de 2013, il devrait s'établir à 0,59% et à 0,66% au troisième trimestre.

Enfin, conformément à la baisse des cours des matières premières hors énergie au cours des derniers mois et aux perspectives modérées de croissance de l'économie mondiale, les prévisions des prix à l'importation hors énergie, incluses dans les modèles de prévision développés par Bank Al-Maghrib, font toujours état d'une baisse plus prononcée en 2012 qu'en 2013.

### 6.1.2 Environnement national

En ligne avec les hypothèses de l'exercice précédent, l'économie marocaine devrait continuer de croître modestement au cours de l'année 2012 comparativement au rythme d'évolution de 2011. Cette décélération est due d'une part à la contraction de la valeur ajoutée agricole et, d'autre part, au ralentissement de la demande étrangère adressée au Maroc. Néanmoins, les activités non agricoles poursuivraient un dynamisme relativement favorable en lien avec la bonne tenue des composantes de la demande intérieure privée.

Après trois bonnes campagnes agricoles, la production céréalière de l'année en cours devrait s'établir, selon les prévisions du ministère de l'Agriculture et de la Pêche Maritime, à près de 48 millions de quintaux, en baisse de 42% par rapport au rendement de la campagne passée. Pour sa part, Bank Al-Maghrib anticipe une production céréalière de 41 millions de quintaux, soit un niveau en quasi-stagnation par rapport aux prévisions du RPM précédent. Cette baisse est imputable à un déficit de 45% du cumul pluviométrique enregistré dans les principales zones productives à fin avril 2012. Par conséquent, la valeur ajoutée agricole devrait accuser, en 2012, une contraction beaucoup plus prononcée que prévu, contribuant ainsi au ralentissement de la croissance globale. Concernant la campagne agricole 2012-2013, et en l'absence de visibilité, une production céréalière moyenne de 68 millions de quintaux est retenue dans le scénario central.

Quant aux activités non agricoles, elles devraient maintenir un profil de croissance positif, quoiqu'en ralentissement, tiré principalement par la demande intérieure. Cette évolution serait ainsi liée à la bonne orientation des secteurs du BTP et des activités manufacturières, conjuguée à la progression du secteur des télécommunications. Dans l'ensemble, la valeur ajoutée non agricole devrait bénéficier de la bonne tenue de la consommation finale des ménages, soutenue par la hausse des crédits à la consommation, le maintien des transferts des MRE bien qu'en ralentissement, l'augmentation du revenu salarial et la maîtrise de l'inflation. Néanmoins, les perspectives défavorables de la présente campagne agricole ne manqueraient pas d'exercer un effet de distorsion sur la consommation des ménages ruraux. Parallèlement à l'évolution de la consommation, l'effort d'investissement privé devrait se poursuivre, comme en témoigne la hausse des importations en demi-produits et en biens d'équipement en début de 2012. En matière d'investissement public, l'Etat maintient son soutien à la croissance avec la mobilisation d'un montant de crédits de 46 milliards de DH, en légère baisse de 3,9 milliards de DH par rapport à 2011. Toutefois, le renchérissement des dépenses de compensation et le retard d'exécution de l'actuelle

Loi de Finances pourraient affecter le dynamisme de l'investissement public.

Ces perspectives laissent profiler la bonne orientation de la valeur ajoutée hors agriculture durant l'année 2012, bien qu'en décélération tel que prévu dans le RPM précédent. Dans ces conditions, un taux de croissance du PIB non agricole compris dans une fourchette allant de 3% à 4% est retenu.

Compte tenu de la contre-performance de la valeur ajoutée agricole, les prévisions de BAM continuent de tabler sur une croissance globale inférieure à 3%.

Les dernières données relatives au marché du travail, datant du premier trimestre de 2012, indiquent une aggravation du taux de chômage national de 0,8%, comparativement à la même période de l'année 2011, se situant désormais à 9,9%. Cette hausse a été plus prononcée en milieu urbain où le taux de chômage a grimpé de 13,3% à 14,4%. En retour, le taux de chômage rural n'a augmenté que modérément, passant de 4,3% à 4,8% sur la même période. Dans ce contexte, le volume de l'emploi a accusé une perte de 199 000 postes, enregistrée essentiellement dans le secteur de l'agriculture, forêt et pêche avec la destruction de 157 000 emplois et le secteur du BTP dont les pertes se sont élevées à 42 000 postes. En revanche, les activités des services et de l'industrie y compris l'artisanat ont pourvu à la création de 47 000 et 39 000 nouveaux emplois respectivement.

Par ailleurs, selon l'enquête trimestrielle de conjoncture élaborée par Bank Al-Maghrib, les perspectives d'emploi dans le secteur industriel laissent globalement entrevoir une stagnation de l'effectif total employé pour le trimestre en cours. Dans ces conditions et conformément aux mesures prises dans le cadre du dialogue social, le scénario central maintient un niveau de SMIG de 11,72 DH/heure sur le premier trimestre de l'horizon de prévision et de 12,25 DH/heure à partir du second trimestre.

Enfin, bien qu'un ralentissement de la croissance mondiale soit attendu, le FMI a revu à la hausse ses prévisions des prix du baril de pétrole, en lien avec les perturbations de l'offre énergétique et l'exacerbation des risques géopolitiques. Il table désormais sur un cours de 114,7 dollars le baril en 2012 et de 110 dollars en 2013. Sur le marché des Futures à un an, les cours du baril se sont établis à 110,9 dollars en 2012 et à 102,9 dollars en 2013. Ces prévisions indiquent que le système de compensation, projeté à un niveau de 3,7% du PIB et dont les charges programmées dans l'actuelle Loi de Finances se basent sur un scénario de 100 dollars le baril, devrait exercer des pressions supplémentaires sur le déficit budgétaire en 2012. Dans ce contexte, le gouvernement a décidé d'augmenter, à partir du 2 juin, les prix de vente des hydrocarbures. Cette décision concerne le fuel industriel, en hausse de 988,04 DH par tonne, ainsi que l'essence et le gasoil dont les prix ont augmenté de 2 DH et 1 DH le litre respectivement. Dans ces conditions, le scénario central retient désormais l'hypothèse d'un prix du gasoil à la pompe de 8,15 DH le litre, au lieu de 7,15DH communiqué dans le RPM précédent.

## 6.2 Prévision d'inflation et balance des risques

Dans l'hypothèse de la non-matérialisation des principaux risques décrits ci-dessous, la prévision centrale à l'horizon des six prochains trimestres devrait se situer à 1,9%, soit un niveau légèrement supérieur au taux moyen prévu dans le cadre du dernier RPM qui s'établissait à 1,8% en lien avec l'impact de la hausse des prix des hydrocarbures. En outre, la prévision de l'inflation pour l'année 2012 fait ressortir un taux moyen de l'ordre de 1,4%, soit un niveau inférieur à 1,7% prévu dans l'exercice précédent. Cette révision à la baisse est due principalement à l'évolution des prix de la rubrique de la communication qui a accusé une baisse en glissement annuel de 14,9%, durant le premier trimestre de l'année 2012.

La prévision de l'inflation devrait se situer, au cours du deuxième trimestre de l'année 2012, autour de

1,5% au lieu de 1,8% communiqué lors du dernier RPM. Au troisième trimestre, elle devrait s'établir à 1,5%, soit au même niveau prévu dans l'exercice précédent. Au dernier trimestre de l'année elle devra s'établir à 2% (au lieu de 2,2%). Quant à la prévision de l'inflation au cours du premier semestre de l'année 2013, elle sera de l'ordre de 2,1%, au lieu de 1,9% prévu précédemment. Enfin, le taux moyen prévu pour le troisième trimestre de 2013 est de l'ordre de 2,0% (voir Tableau 6.1).

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

Le fan chart de cet exercice de prévision est globalement équilibré, impliquant une probabilité égale de déviation de l'inflation par rapport à la prévision centrale. Cette orientation découle

Tableau 6.1 : Prévision de l'inflation pour 2012 T2 –2013 T3

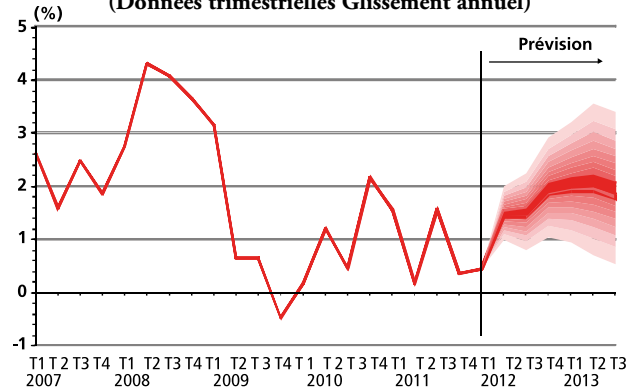
	2012			2013			Moyenne 2012	HP*
	T2	T3	T4	T1	T2	T3		
<b>Prévision centrale (%)</b>	1,5	1,5	2,0	2,1	2,1	2,0	1,4	1,9

(Données trimestrielles, en glissement annuel)

\*(HP) Horizon de prévision

des incertitudes entourant les cours des matières premières hors énergie, la demande étrangère adressée au Maroc et les effets de second tour liés au relèvement des prix des hydrocarbures. La matérialisation d'un ou plusieurs de ces risques pourrait conduire à une déviation du niveau de l'inflation par rapport à la prévision centrale, avec une valeur comprise (avec une probabilité de 90%) dans la fourchette de prévision représentée sur le fan chart.

**Graphique 6.1 : Projections de l'inflation 2012 T2 - 2013 T3**  
(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.



بنك المغرب  
بنك المغرب

Dépôt légal : 2007/0033

**BANK AL-MAGHRIB**

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

Tél. :(212) 5 37 57 41 04 / 05

Fax :(212) 5 37 57 41 11

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

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

بنك المغرب  
بنك المغرب