



◆ **RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE** ◆

N° 09 / 2008

Document préparé pour  
le Conseil de Bank Al-Maghrib  
du 23 décembre 2008





## Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour  
le Conseil de Bank Al-Maghrib  
du 23 décembre 2008

بنك المغرب

بنك المغرب  
بنك المغرب

---

## **LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS**

AEN	: Avoirs Extérieurs Nets
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
CNS	: Caisse Nationale de Sécurité Sociale
DH	: Dirham
FBCF	: Formation Brute de Capital Fixe
FD	: Facilité de dépôt
FMI	: Fond Monétaire International
HCP	: Haut Commissariat au Plan
ICV	: Indice du Coût de la Vie
IPM	: Indice des prix à l'importation
IPPI	: Indice des prix à la production industrielle
IMME	: Industries Mécaniques, Métallurgiques, Electriques et Electroniques
INAC	: Institut National d'Analyse et de Conjoncture
MASI	: Morocco All Shares Index
OC	: Office des changes
OMPIC	: Office Marocain de la Propriété Industrielle et Commerciale
ONE	: Office National d'Electricité
OPCVM	: Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières
PER	: Price Earnings Ratio
PIB	: Produit Intérieur Brut
PL	: Placements liquides
RPM	: Rapport sur la politique monétaire
PME	: Petites et Moyennes Entreprises
RL	: Reprise de liquidités
SMIG	: Salaire Minimum Interprofessionnel Garanti
TIC	: Taxe Intérieure de Consommation
TMP	: Taux Moyen Pondéré
TUC	: Taux d'Utilisation des Capacités de production
TVA	: Taxe sur la Valeur Ajoutée
VA	: Valeur Ajoutée

## SOMMAIRE

<b>Liste des graphiques, des tableaux et des encadrés</b> .....	<b>5</b>
<b>Communiqué de presse</b> .....	<b>9</b>
<b>Aperçu général</b> .....	<b>11</b>
<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>20</b>
2.1 Tensions sur les capacités de production .....	20
2.2 Tensions sur le marché du travail .....	21
<b>3. Prix à l’importation</b> .....	<b>24</b>
3.1 Inflation dans le monde .....	24
3.2 Prix du pétrole .....	25
3.3 Prix des matières premières .....	26
3.4 Indices des prix à l’import .....	27
<b>4. Conditions monétaires et prix des actifs</b> .....	<b>31</b>
4.1 Conditions monétaires .....	31
4.2 Prix des actifs .....	38
<b>5. Evolution récente de l’inflation</b> .....	<b>40</b>
5.1 Evolution de l’inflation .....	40
5.2 Biens et services .....	41
5.3 Biens échangeables et non échangeables .....	42
5.4 Indice des prix à la production industrielle .....	43
<b>6. Perspectives de l’inflation</b> .....	<b>46</b>
6.1 Hypothèses du Scénario de base .....	46
6.2 Prévision d’inflation et balance des risques .....	48

## LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1 : Evolution trimestrielle du produit intérieur brut, de la valeur ajoutée agricole et non agricole .....	14
Graphique 1.2 : Evolution en glissement annuel de la valeur ajoutée de certaines branches d'activités .....	15
Graphique 1.3 : Contributions des branches d'activités à la croissance globale .....	15
Graphique 1.4 : Evolution en glissement annuel de la valeur ajoutée du BTP et des ventes trimestrielles cumulées de ciment .....	15
Graphique 1.5 : Evolution trimestrielle en glissement annuel de la consommation finale des ménages, des crédits à la consommation et des recettes de voyages .....	17
Graphique 1.6 : Evolution trimestrielle en glissement annuel de la formation brute de capital fixe, de la valeur ajoutée non agricole et des crédits à l'équipement .....	18
Graphique 2.1 : Output-gap global .....	20
Graphique 2.2 : Output-gap non agricole .....	20
Graphique 2.3 : Output-gap non agricole retardé et inflation sous-jacente .....	20
Graphique 2.4 : Taux d'utilisation de la capacité de production dans l'industrie .....	21
Graphique 2.5 : Productivité apparente du travail .....	21
Graphique 2.6 : Evolution des composantes du coût unitaire de production par secteur .....	21
Graphique 2.7 : Taux d'activité, d'emploi et de chômage en milieu urbain .....	22
Graphique 2.8 : Evolution de la structure du chômage par âge .....	22
Graphique 2.9 : Créations nettes d'emploi par secteur d'activité .....	23
Graphique 2.10 : Indice des salaires moyen dans le secteur privé en termes nominal et réel .....	23
Graphique 2.11 : SMIG trimestriel en termes nominal et réel .....	23
Graphique 3.1 : Cours mondial du pétrole et prix à la pompe au Maroc .....	23
Graphique 3.2 : Prix du carburant à la pompe et prix du transport .....	24
Graphique 3.3 : Indice des prix des produits énergétiques et des matières premières hors énergie .....	25
Graphique 3.4 : Indice des prix des produits alimentaires et des métaux et minerais .....	26
Graphique 3.5 : Indice des prix à l'import hors énergie .....	27
Graphique 3.6 : Indice des prix à l'import des produits alimentaires .....	27
Graphique E 3.1 : Evolution de la volatilité du pétrole .....	28
Graphique E 3.2 : Volatilité des principaux produits alimentaires .....	28
Graphique E 3.3 : Volatilité du cuivre et de l'acier .....	29
Graphique E 3.4 : Volatilité du phosphate et ses dérivés .....	29
Graphique 3.7 : Indice des prix à l'import des matières premières minières .....	29
Graphique 3.8 : Indice des prix à l'import des demi-produits .....	30
Graphique 4.1 : Evolution de la structure par terme des taux d'intérêt des bons du Trésor sur le marché secondaire .....	31
Graphique 4.2 : Evolution des taux débiteurs .....	32
Graphique 4.3 : Croissance annuelle de M3 et sa tendance .....	32
Graphique E 4.1 : Evolutions de la position de liquidité (millions de DH) et du TMP (%) en moyenne trimestrielle .....	32
Graphique E 4.2 : Position de liquidité (millions de DH) et TMP du marché monétaire interbancaire .....	32

Graphique E 4.3 : Variation des réserves obligatoires .....	33
Graphique E 4.4 : Evolution de l'effet des facteurs de liquidité .....	33
Graphique E 4.5 : Intervention de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire .....	34
Graphique E 4.6 : Evolution de la moyenne et de l'écart-type du TMP du marché interbancaire .....	34
Graphique 4.4 : Excédent monétaire .....	34
Graphique 4.5 : Evolution annuelle des composantes de M3 .....	34
Graphique 4.6 : Evolution annuelle des dépôts à vue des agents non financiers .....	35
Graphique 4.7 : Croissance annuelle du crédit bancaire et sa tendance .....	35
Graphique 4.8 : Structure des crédits par agent économique .....	35
Graphique 4.9 : Croissance annuelle des différentes catégories du crédit bancaire .....	35
Graphique 4.10 : Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets .....	36
Graphique 4.11 : Evolution trimestrielles des créances nettes sur l'Etat .....	36
Graphique 4.12 : Contribution relative des principales contreparties à la croissance de la masse monétaire .....	37
Graphique 4.13 : Evolution annuelle des placements liquides .....	37
Graphique 4.14 : Evolution des titres des OPCVM monétaires et obligataires .....	38
Graphique 4.15 : PL4 et Masi .....	38
Graphique 4.16 : Taux de change du dirham .....	38
Graphique 4.17 : Taux de change effectif .....	38
Graphique 4.18 : Indices boursiers .....	39
Graphique 5.1 : Inflation et inflation sous-jacente .....	40
Graphique 5.2 : Contributions des principales composantes glissement annuel de l'inflation .....	40
Graphique 5.3 : Prix relatifs des biens transformés et des services hors transport privé par rapport à l'inflation .....	42
Graphique 5.4 : Contributions des prix des biens et services à l'inflation .....	42
Graphique 5.5 : Ecart des taux d'inflation entre biens transformés et services hors transport privé .....	42
Graphique 5.6 : Indices échangeables et des non échangeables .....	43
Graphique 5.7 : Contributions des échangeables et non échangeables à l'inflation .....	43
Graphique 5.8 : Indices des prix à la production industrielle .....	43
Graphique E 5.1 : L'inflation par groupement de pays .....	44
Graphique E 5.2 : Prix des matières premières énergétiques et non énergétiques .....	44
Graphique E 5.3 : Croissance observée du PIB et prévisions pour 2009 par groupement de pays .....	44
Graphique 5.9 : Contribution des principales rubriques à l'indice des prix à la production manufacturière .....	45
Graphique 5.10 : Indice de l'industrie de raffinage et prix du Brent .....	45
Graphique 5.11 : Prix des produits alimentaires au Maroc et sur les marchés internationaux .....	45
Graphique 6.1 : Fan chart des prévisions de l'inflation 2008 T4 - 2010 T1 .....	49

## LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1 : Evolution du PIB trimestriel aux prix chaînés de 1998 par grandes branches d'activité .....	13
Tableau 1.2 : Données de la campagne agricole 2008-2009 au 13 novembre 2008 .....	14
Tableau 1.3 : Evolution de la balance commerciale entre janvier et octobre .....	19
Tableau 2.1 : Indicateurs trimestriels d'activité et de chômage par milieu de résidence .....	22
Tableau 3.1 : Evolution récente de l'inflation dans le monde .....	24
Tableau 3.2 : Prix du Brent sur les marchés futures .....	25
Tableau 3.3 : Prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur .....	25
Tableau 3.4 : Evolution des Futures et des prévisions du blé .....	26
Tableau 4.1 : Evolution des taux de rendement des bons du Trésor à court terme sur le marché primaire .....	31
Tableau 4.2 : Taux créditeurs .....	31
Tableau 4.3 : Evolution prévisionnelle des crédits bancaires .....	36
Tableau 4.4 : Valorisation du marché (PER) des actions .....	39
Tableau 5.1 : L'inflation et ses composantes .....	41
Tableau 5.2 : Evolution des indices des prix des biens et services .....	41
Tableau 5.3 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables .....	42
Tableau 6.1 : Prévision de l'inflation pour 2008 T4 - 2010 T1 .....	48

## LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 3.1 : Volatilité des prix des matières premières au niveau mondial .....	28
Encadré 4.1 : Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire .....	32
Encadré 4.2 : Impact sur la monnaie et ses contreparties de l'opération d'externalisation de la caisse interne de retraite de l'OCP en octobre 2008 .....	37
Encadré 5.1 : Développements récents de l'inflation dans le monde .....	44



بنك المغرب  
بنك المغرب

---

## COMMUNIQUÉ DE PRESSE

### REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 23 décembre 2008

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu sa réunion trimestrielle le mardi 23 décembre 2008.
2. Au cours de cette réunion, le Conseil a examiné l'évolution récente de la situation économique, monétaire et financière et les prévisions d'inflation établies par les services de la Banque à l'horizon du premier trimestre de l'année 2010.
3. Les données disponibles montrent que, conformément aux prévisions, l'inflation, après avoir atteint 4,6% en glissement annuel au deuxième trimestre de l'année 2008, a enregistré un recul à 3,9% en novembre. Cette orientation se retrouve également au niveau de l'inflation sous-jacente qui est revenue de 4,9% au deuxième trimestre à 3,5% en novembre.
4. L'appréciation du Conseil est que le mouvement de décélération graduelle des prix a été essentiellement tiré par les biens échangeables, en particulier les produits alimentaires de base importés, affectés par la baisse des cours des matières premières sur les marchés internationaux. En parallèle, les prix à la production industrielle ont enregistré en octobre une hausse de 16,5% au lieu de 22,5% en septembre.
5. Pour leur part, les dernières données disponibles et les estimations de Bank Al-Maghrib tendent à indiquer que les fondamentaux de l'économie demeurent solides, malgré les effets sur certains secteurs de la contraction de l'activité de nos principaux partenaires commerciaux. La croissance économique s'est établie à 6,7%, au cours du premier semestre 2008. De son côté, le rythme d'accroissement du crédit bancaire reste rapide, de l'ordre de 26,5%, au troisième trimestre, sous l'effet essentiellement du dynamisme des crédits octroyés aux entreprises sous forme de facilités de trésorerie, du crédit à l'équipement et de concours au secteur immobilier.
6. En 2009, le ralentissement de l'économie mondiale devrait peser sur certains secteurs de l'économie nationale. Cet impact serait toutefois atténué par la résistance de la demande intérieure.
7. Compte tenu de la décision du Conseil du 23 septembre 2008 et des conséquences sur l'inflation du ralentissement rapide et probablement durable de la croissance mondiale, la prévision centrale de l'inflation à l'horizon de six trimestres a été actualisée à la baisse. Au premier trimestre de l'année 2010, elle se situerait à un rythme inférieur à 3% en glissement annuel. Sur l'horizon de prévision, elle devrait s'établir en moyenne à 3% au lieu de 3,8% prévu lors du Conseil du 23 septembre 2008.
8. Les risques et l'incertitude entourant la prévision centrale de l'inflation pour les prochains trimestres sont globalement orientés à la baisse, notamment du fait de la forte contraction de la demande extérieure. Toutefois, cette orientation probable est partiellement conditionnée par l'amplitude de la transmission de la baisse des cours mondiaux des matières premières aux prix domestiques.
9. Dans cet environnement caractérisé par une orientation à la baisse de la balance des risques et une prévision de l'inflation en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, le Conseil a décidé de maintenir le taux directeur à 3,50%, tout en suivant de près l'ensemble de ces éléments, particulièrement la matérialisation de la transmission de la baisse des prix à l'importation à l'inflation et les pressions sur le marché du travail.
10. Notant l'ampleur et le caractère durable du besoin de liquidité sur le marché monétaire, et, compte tenu des prévisions d'évolution des facteurs de liquidité, le Conseil a décidé de réduire le taux de la réserve monétaire de 3 points de pourcentage, pour le ramener à 12% à compter du 1er janvier 2009.
11. Le Conseil a également examiné les projections budgétaires triennales et approuvé le budget pour l'exercice 2009.
12. Le Conseil a arrêté le calendrier de ses réunions pour l'année 2009 comme suit :
  - 24 mars 2009
  - 16 juin 2009
  - 22 septembre 2009
  - 22 décembre 2009

بنك المغرب  
بنك المغرب

---

## APERÇU GÉNÉRAL

Les prévisions de Bank Al-Maghrib qui tablaient sur un recul graduel de l'inflation et de l'inflation sous-jacente au troisième trimestre 2008 se sont confirmées, à la suite notamment de la détente des pressions émanant des prix internationaux des matières premières et à la contraction marquée de la croissance mondiale. En effet, après un pic de 4,6% enregistré au deuxième trimestre de l'année, l'inflation s'est inscrite à 3,9% en septembre puis à 3,5% en octobre. Cette tendance a également caractérisé l'évolution de l'inflation sous-jacente, qui est revenue de 4,9%, à 3,5%, puis à 3,4% sur la même période. Par ailleurs, les prix des biens échangeables, en particulier les prix des produits alimentaires de base, ont été impactés par la baisse des cours des matières premières sur les marchés mondiaux. L'inflation des biens non échangeables est restée stable, de l'ordre de 2,6% depuis le mois d'août. Le ralentissement du rythme de l'inflation est également perceptible, cependant avec une moindre ampleur, au niveau des prix à la production industrielle, qui sont revenus de 22,5% en septembre à 16,4%.

Au terme de l'année 2008, la croissance de l'économie nationale devrait, malgré la forte contraction des économies de nos principaux partenaires, se situer entre 6% et 6,5%, niveau légèrement inférieur à la prévision présentée dans le dernier rapport sur la politique monétaire, reflétant, à la faveur d'une campagne agricole meilleure que celle de 2007, un raffermissement de la demande intérieure. Selon les dernières données disponibles, la croissance économique s'est établie à 6,7%, au cours du premier semestre 2008, sous l'effet notamment d'une hausse de 11,2% de la valeur ajoutée des activités agricoles et de 6,2% de celle des activités non agricoles. Elle est estimée à 5,8% au deuxième semestre, marquant ainsi une décélération par rapport au premier semestre. Dans ces conditions l'output gap global, selon les estimations de Bank Al-Maghrib, a continué d'afficher une valeur positive au deuxième trimestre 2008.

Pour sa part, l'output gap non agricole demeure positif et supérieur à celui enregistré au deuxième trimestre de l'année précédente. Il devrait se réduire, tout en restant positif, au cours des deux derniers trimestres de l'année 2008. De son côté, le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur industriel a baissé, au troisième trimestre de l'année 2008, d'environ trois points de pourcentage en glissement annuel. Compte tenu de ce contexte, le taux de chômage national a atteint 9,9%, soit un taux identique à celui de la même période de l'année précédente. En 2009, le ralentissement de l'économie mondiale devrait affecter certains secteurs de l'économie nationale, notamment ceux de l'industrie et des services. Cet impact serait partiellement atténué par une bonne performance du secteur agricole après les conditions climatiques favorables qui ont marqué le démarrage de la campagne agricole. Au total, l'analyse de l'ensemble de ces indicateurs laisse entrevoir une modération des pressions sur les prix au cours des prochains trimestres.

S'agissant des données monétaires, les derniers chiffres disponibles ont fait apparaître la poursuite de la décélération graduelle de la création monétaire, annoncée depuis le Rapport sur la politique monétaire de juin 2008. En effet, après avoir enregistré une croissance annuelle de 12,4% au troisième trimestre 2008, au lieu de 13,4% un trimestre auparavant, l'agrégat M3 se limite à une hausse de 9,3% en octobre, en glissement annuel. Conséquemment, l'excédent monétaire accumulé par les agents non financiers a affiché une valeur quasi-nulle, laissant entrevoir une atténuation des tensions inflationnistes d'origine monétaire au cours des prochains mois. Le rythme d'accroissement du crédit bancaire reste cependant rapide, de l'ordre de 26,5%, au troisième trimestre et en octobre 2008, sous l'effet essentiellement du dynamisme des crédits octroyés aux entreprises sous forme de facilités de trésorerie, du crédit à l'équipement et d'avances aux promoteurs immobiliers. Cette tendance devrait toutefois ralentir au dernier trimestre de l'année et en 2009. Les résultats de l'enquête semestrielle de Bank Al-Maghrib auprès des banques révèlent en effet que le rythme annuel de progression qui se situerait à 23% à fin 2008, connaîtrait une décélération en 2009.

En ce qui concerne les taux débiteurs, les derniers résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib relative au troisième trimestre 2008 indiquent une légère hausse, d'environ 29 points, du taux moyen global par rapport au deuxième trimestre.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments et de l'impact attendu de la dernière décision du Conseil du 23 septembre 2008, la prévision centrale de l'inflation à l'horizon des six prochains trimestres a été actualisée à la baisse, en comparaison avec celles présentées dans le précédent Rapport sur la politique monétaire. Cela découle principalement de l'atténuation rapide et substantielle de certains risques haussiers d'origine externe, combinée au ralentissement prononcé et probablement durable de l'économie mondiale. Ainsi, au terme de l'horizon de prévision, soit au premier trimestre de l'année 2010, la prévision centrale de l'inflation se situerait autour de 2,7%, soit un taux inférieur à celui prévu dans le Rapport de politique monétaire de septembre 2008. Sur l'horizon des six prochains trimestres, elle se situe en moyenne à 3%. Pour le quatrième trimestre de l'année 2008, nous anticipons une baisse de l'inflation par rapport au troisième trimestre, soit 3,9% au lieu de 4,6%.

Les risques et l'incertitude entourant la prévision centrale de l'inflation pour les prochains trimestres sont globalement orientés à la baisse, notamment du fait de la forte contraction de la demande extérieure. Toutefois, cette orientation probable est partiellement conditionnée par l'ampleur de la transmission de la baisse des cours mondiaux des matières premières aux prix domestiques, et, au plan interne, principalement, par les pressions sur le marché du travail.

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

Au terme de l'année 2008, la croissance de l'économie nationale devrait se situer entre 6% et 6,5%, niveau légèrement inférieur à la prévision présentée dans le dernier rapport sur la politique monétaire, reflétant ainsi les effets de l'entrée en récession des économies de nos principaux partenaires économiques. En effet, la croissance trimestrielle est passée de 7% au premier trimestre à 6,5% au deuxième pour évoluer entre 5,5% et 6% durant le reste de l'année. Par ailleurs, les indicateurs des échanges extérieurs font ressortir, à fin octobre, une dégradation par rapport à l'année précédente. Cette évolution est liée à l'accroissement modéré des exportations hors phosphates et dérivés, au tassement des transferts des MRE et au recul des recettes de voyages et des investissements et prêts privés étrangers. En revanche, la demande intérieure continuerait à soutenir la croissance, à la faveur de la vigueur de la consommation des ménages résidents et du dynamisme de l'investissement, en particulier dans le secteur du BTP. En 2009, le ralentissement de l'économie mondiale ne manquerait pas d'affecter certains secteurs de l'économie nationale, notamment ceux de l'industrie et des services. Cet impact serait partiellement atténué par une bonne performance du secteur agricole après les conditions climatiques favorables qui ont marqué le démarrage de la campagne agricole.

### 1.1 Production

La croissance économique devrait connaître un léger ralentissement entre le premier trimestre et le quatrième trimestre de l'année en cours pour revenir de 7,0% à 5,5%, consécutivement au ralentissement de la demande mondiale.

Au premier semestre 2008, la croissance s'est établie à 6,7% tirée par l'augmentation de 11,2% de la valeur ajoutée des activités agricoles et par le renforcement de 6,2% de celle des activités non agricoles. Au deuxième semestre, le PIB devrait augmenter de 5,8%, marquant ainsi une décélération par rapport au premier semestre.

L'accroissement de la valeur ajoutée des activités agricoles se situerait autour de 10,1% au deuxième semestre 2008. Après les conditions climatiques défavorables ayant prévalu au cours des deux dernières années, la campagne agricole 2008-2009 a bénéficié d'un volume important de précipitations. Dans ces conditions, les rythmes d'installation des cultures d'automne et de vente des intrants agricoles se sont nettement accélérés depuis septembre 2008 (voir tableau 1-2). Ces évolutions favorables sont confirmées par la tendance baissière observée, depuis le démarrage de la campagne de commercialisation en cours, des importations de céréales qui se sont contractées en volume de 21% à fin octobre 2008 au lieu d'une expansion de 123% au cours de la même période de l'année précédente. Parallèlement, les exportations de primeurs et d'agrumes continuent de s'inscrire sur un trend haussier. Il

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

Branches d'activités	2007*			2008		
	TIII	TIV	TI	TII	TIII(P)	TIV(P)
<b>Agriculture</b>	<b>-21,7</b>	<b>-21</b>	<b>10,9</b>	<b>11,2</b>	<b>10,5</b>	<b>9,8</b>
<b>VA non agricole</b>	<b>6,4</b>	<b>6,4</b>	<b>6,5</b>	<b>5,8</b>	<b>5,5</b>	<b>5,1</b>
Pêche	-15,1	-8,5	44,7	16,5	5,0	7,0
Industrie d'extraction	9,4	5,5	2,6	-1,8	0,7	1,2
Industrie (hors raffinage de pétrole)	4,1	5,0	5,3	4,3	4,4	4,5
Raffinage de pétrole et autres produits d'énergie	66,1	56,5	23,1	-0,4	-1,0	-1,2
Electricité et eau	9,1	1,0	6,6	6,3	6,5	6,7
Bâtiment et travaux publics	11,7	9,8	10,3	10,6	10,8	10,4
Commerce	2,4	3,2	5,1	5,3	5,0	4,5
Hôtels et restaurants	4,8	3,2	-1,8	-1,7	-2,3	-2,0
Transports	8,7	10,2	6,2	4,2	4,0	4,3
Postes et télécommunications	10,4	10,2	11,0	13,6	12,0	11,5
Activités financières et assurances	19,1	21,3	20,2	19,4	17,8	15,0
Services rendus aux entreprises et services personnels	8,1	8,2	6,8	6,2	5,8	5,5
Administration publique générale et sécurité sociale	2,8	2,8	5,7	6,3	5,8	5,5
Education, santé et action sociale	7,9	8,7	4,5	5,3	4,5	4,5
Impôts sur les produits nets des subventions	8,1	10,0	6,6	4,9	4,5	4,6
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>	<b>7,0</b>	<b>6,5</b>	<b>6,0</b>	<b>5,6</b>

(\*) Données révisées

Sources : HCP, prévisions de BAM

convient de noter que le rythme de progression des exportations des agrumes (40%) est plus élevé que celui des primeurs (5,9%). Cette situation s'explique par le retard des plantations des primeurs, dont l'entrée massive de la production est prévue pour la mi-novembre.

Pour sa part, l'état sanitaire du cheptel est dans l'ensemble jugé satisfaisant compte tenu de la régénération du couvert végétatif des terrains de parcours, de la disponibilité des aliments de bétail et des efforts déployés pour préserver le cheptel.

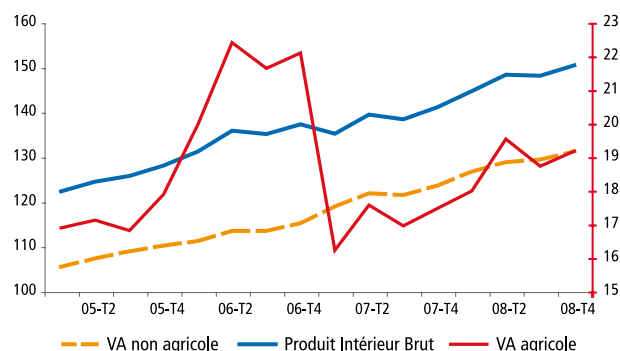
Le deuxième semestre de l'année 2008 serait marqué par une évolution de 5,9% des activités de la pêche contre 9,8% au premier semestre. A fin octobre, les débarquements des produits de la pêche côtière et artisanale, se sont accrus en volume de 13% pour s'établir à 602.395 tonnes et de 28% en valeur pour un montant de 3.768 millions de dirhams. Ces évolutions sont attribuables tant à l'importance des prises de poisson pélagique qu'à la hausse des prix des céphalopodes.

Quant à la valeur ajoutée des activités non agricoles, elle devrait subir les effets du ralentissement de la croissance de nos principaux partenaires, en progressant respectivement de 5,5% et de 5,0% au cours des troisième et quatrième trimestres de l'année, contre une augmentation de 6,2% au premier semestre 2008.

Après la baisse du second trimestre, le redressement de la valeur ajoutée des activités extractives devrait s'amorcer au troisième trimestre 2008 pour évoluer de 0,7%. Ce redressement se confirmerait au quatrième trimestre de l'année avec une progression prévue de l'ordre de 1,2%. Les exportations de phosphates, à fin octobre, ont augmenté en valeur de plus de 11 milliards pour s'établir à 16,4 milliards de dirhams. Cette évolution est imputable à la forte hausse du prix du phosphate brut qui s'est établi en moyenne à plus de 1.511 dirhams contre 431 dirhams la tonne en octobre 2007. En revanche, les exportations en volume ont reculé de 6,7%.

Concernant la valeur ajoutée des activités énergétiques, elle devrait maintenir sa bonne orientation, en progressant respectivement de 6,3% et de 6,5% au cours des troisième et

**Graphique 1.1 : Evolution trimestrielle du produit intérieur brut, de la valeur ajoutée agricole et non agricole, en milliards de dirhams**



Sources : HCP, prévisions de BAM

**Tableau 1.2 : Données de la campagne agricole 2008-2009 au 28 novembre 2008**

	2007-2008 (1)	2008-2009 (2)	Référence (*) (3)	Variation en % (2)/(1)	Variation en % (2)/(3)
<b>Indicateurs pluviométriques</b>					
Cumul pluviométrique (en mm)	72,0	203,0	93,2	181,9	117,8
Taux de remplissage (%)	44,0	50,0	50,0	-	-
<b>Superficies semées (en milliers d'Ha)</b>					
Céréales d'automne	1 100,0	3 300,0	1 650,0	200,0	100,0
Légumineuses	40,0	100,0	54,0	150,0	85,2
Cultures fouragères	198,0	281,0	225,0	41,9	24,9
Betterave à sucre	45,5	50,3	40,0	10,5	25,8
<b>Intrants agricoles (en milliers de qx)</b>					
Semences	574,0	614,0	530,0	7,0	15,8
Engrais	2 133,3	2 880,0	2 504,3	35,0	15,0
<b>Exportations d'agrumes et de primeurs (en milliers de tonnes)</b>					
Primeurs	135,0	143,0	96,0	5,9	49,0
Agurmes	100,0	140,0	98,0	40,0	42,9

(\*) Moyenne des cinq dernières campagnes agricoles

Source : Ministère de l'Agriculture et de la Pêche Maritime, calculs de BAM

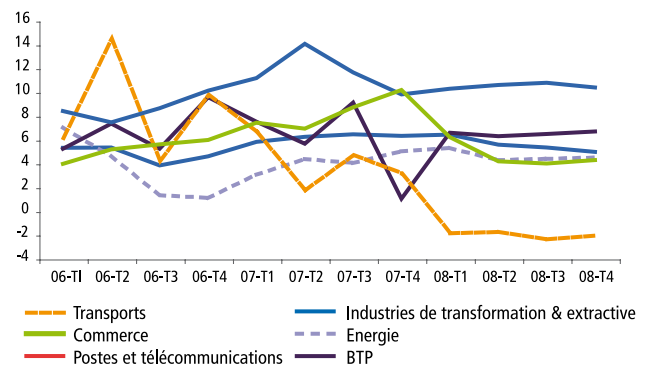
quatrième trimestres 2008. Ce dynamisme est tiré, essentiellement par la vigueur des activités de la branche « électricité et eau », en hausse de 6,6% au deuxième semestre 2008. En effet, la production nette locale de l'Office National d'Electricité a progressé à fin juillet 2008 de 7,1% contre une baisse de 2,9% en juillet 2007. Les ventes totales de l'ONE se sont accrues de 7,5% durant cette même période.

Pour sa part, l'évolution de la valeur ajoutée des activités industrielles hors raffinage de pétrole devrait connaître un léger ralentissement passant de 4,5% au troisième trimestre 2008 à 4% au quatrième trimestre. Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie, du mois d'octobre 2008, font état d'une baisse des commandes reçues par les entreprises industrielles, d'un recul des ventes locales et des exportations, ainsi que d'une réduction des prix des produits finis. En outre, le taux d'utilisation des capacités de production s'est stabilisé à 70%, alors que celui hors raffinage s'est situé à 71%. Par ailleurs, la valeur des importations des produits finis d'équipement a augmenté, à fin octobre, de 28,5% pour s'établir autour de 59,7 milliards de dirhams. Cette progression est attribuable à la hausse de 18,3% des achats de machines et appareils divers, de 95,3% de matériel à broyer et à agglomérer et de 26,3% des importations de voitures industrielles. Les exportations des produits finis d'équipement ont totalisé 13,1 milliards de dirhams, soit une augmentation de 12,8% favorisée par les exportations de fils et câbles pour l'électricité (+11,6%) et de voitures industrielles (+39%).

L'activité du BTP devrait maintenir son dynamisme en évoluant au deuxième semestre 2008 de 10,6% contre 10,4% au premier semestre. Cette bonne orientation est alimentée, notamment, par la vigueur de la demande en logements neufs, la poursuite des grands chantiers d'infrastructure et l'expansion des crédits immobiliers. Les ventes de ciments ont progressé de 11,9% à fin septembre, pour s'établir à 11 millions de tonnes contre 9,8 millions durant la même période de 2007.

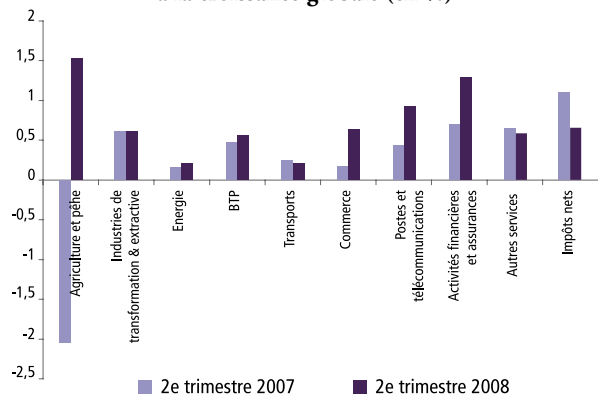
L'activité touristique est caractérisée par des évolutions divergentes des principaux indicateurs de ce secteur. D'une part, le flux touristique a connu un léger ralentissement à partir du premier

Graphique 1.2 : Evolution en glissement annuel de la valeur ajoutée de certaines branches d'activités (en %)



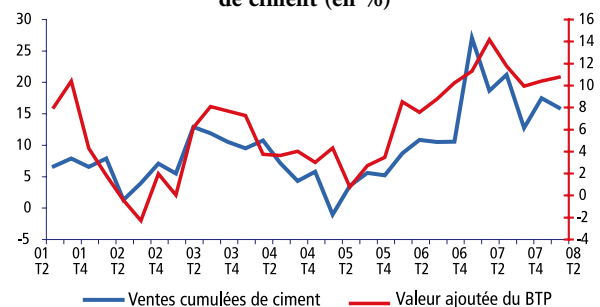
Sources : HCP, prévisions de BAM

Graphique 1.3 : Contributions des branches d'activités à la croissance globale (en %)



Sources : HCP, calculs de BAM

Graphique 1.4 : Evolution en glissement annuel de la valeur ajoutée du BTP et des ventes trimestrielles cumulées de ciment (en %)



Sources : HCP, prévisions de BAM



semestre 2008, progressant seulement de 6% à fin octobre 2008 au lieu de 14% en 2007, pour s'établir à 6,7 millions de touristes au lieu de 6,3 millions au terme de la même période de l'année précédente. Cette évolution recouvre une baisse de l'effectif des visiteurs anglais (-18%) et une hausse (+8%) du nombre des ressortissants d'autres pays. D'autre part, la contreperformance enregistrée par les nuitées, recensées dans les établissements classés, depuis le début de l'année, notamment à Agadir et à Marrakech au niveau des non résidents, a été atténuée par la progression soutenue de celles des résidents. La bonne orientation des nuitées réalisées par les résidents devrait se poursuivre en 2009, à la faveur du renforcement de l'infrastructure touristique notamment dans le cadre des Plans « Biladi » et « Mada'In ». De même, le taux d'occupation continue de baisser et les recettes voyages se sont repliées de 1,5% s'établissant à 49 milliards de dirhams. Afin d'atténuer le recul au niveau des principaux marchés émetteurs, les pouvoirs publics ont opté pour la réadaptation des outils de promotion, en vue de valoriser les nouveautés de l'offre touristique à partir de l'année prochaine et le renforcement des partenariats avec les tours opérateurs.

Au deuxième semestre 2008, la valeur ajoutée du secteur du transport devrait maintenir le rythme enregistré au deuxième trimestre de l'année, soit une progression de 4,2%, après 6,2% au premier trimestre. Les recettes des services de transport à l'international se sont accrues, à fin octobre, de 14,5% pour atteindre 14 milliards de dirhams. Quant aux dépenses au titre des services de transport, elles ont totalisé 15,4 milliards de dirhams soit une augmentation de 5,1%. Le nombre de passagers internationaux ayant transité par les aéroports du Royaume, à fin octobre, s'est élevé à 9,3 millions, en progression de 10% par rapport à la même période de l'année précédente.

L'évolution de la valeur ajoutée du secteur des postes et télécommunications devait confirmer la bonne orientation du secteur. Au cours des troisième et quatrième trimestres de l'année 2008, cette valeur augmenterait respectivement de 12% et 11,5%. Le taux d'évolution des parcs de la téléphonie mobile, fixe et de l'Internet s'est établi, à fin septembre 2008, respectivement à 16%, 25% et 41%, pour atteindre en milliers 22.294, 2.834 et

689,5, corroborant ainsi ce dynamisme. De plus, le taux de pénétration de la téléphonie mobile et fixe se situe respectivement à 72,3% et à 9,2%. Les recettes des centres d'appels ont totalisé, à fin octobre, une recette de 2,6 milliards de dirhams, soit une progression de 21,6% contre une baisse de 9% des dépenses des centres d'appels.

Au total, la croissance économique devrait se situer respectivement autour de 6% et 5,5% au troisième et quatrième trimestres 2008. Au terme de l'année 2008, l'économie nationale s'accroîtrait dans une fourchette de 6% à 6,5% à la faveur d'une évolution entre 5,5% et 6% de la valeur ajoutée des activités non agricoles et de 10% de la valeur ajoutée agricole.

En 2009, l'économie marocaine devrait être affectée par les effets liés au ralentissement de l'activité mondiale. La croissance économique devrait connaître une légère décélération, à la faveur d'une hausse de 7% à 8% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'une production céréalière entre 60 et 70 millions de quintaux.

## 1.2 Consommation

L'orientation favorable de la consommation finale nationale devrait se consolider durant le reste de l'année, contribuant ainsi à soutenir la croissance économique globale. La vigueur de la consommation est liée principalement aux mesures prises par les pouvoirs publics pour maintenir le niveau des prix des produits alimentaires et énergétiques. L'enveloppe budgétaire consacrée aux produits subventionnés s'est élevée au terme des dix premiers mois à près de 27,2 milliards de dirhams, soit une hausse de 14,2 milliards ou 109% par rapport à la même période de 2007.

En outre, la progression de 2,2%, au troisième trimestre 2008, de la part de l'emploi rémunéré dans l'emploi total et l'augmentation des salaires intervenue au mois de juillet 2008 ont contribué à la préservation du pouvoir d'achat des ménages. Les crédits à la consommation, de leur part, se sont accrus de 32% à fin octobre 2008.

Par ailleurs, l'évolution des importations de produits finis de consommation et des produits alimentaires confirme le dynamisme de la

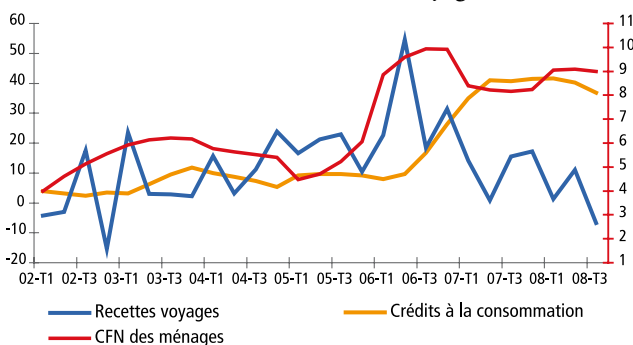
consommation des ménages. En effet, à fin octobre 2008, elles ont enregistré respectivement une hausse de 11,5% et de 26,1%, à la faveur, notamment, de l'augmentation de 31,8% des importations de voitures de tourisme.

Toutefois, la consommation des ménages non résidents devrait connaître une décélération, suite au léger recul des recettes de voyages pour s'établir à 49 milliards de dirhams et à la stabilisation des transferts des marocains résidant à l'étranger autour de 46,2 milliards.

Au niveau de la consommation des administrations publiques, les dépenses de fonctionnement ont enregistré une hausse de 6,1% à fin octobre, soit 84,5 milliards de dirhams ont été décaissés pour couvrir les dépenses du personnel et les dépenses des autres biens et services, qui ont augmenté respectivement, en glissement annuel, de 6,7% et 4,9 %.

En 2008, la consommation finale nationale devrait progresser de 8,1%, avec une hausse de 8,9% de la consommation finale des ménages et de 5,4% de la consommation finale des administrations publiques.

**Graphique 1.5 : Evolution trimestrielle en glissement annuel de la consommation finale des ménages, des crédits à la consommation et des recettes de voyages (en %)**



Sources : HCP, OC et calculs de BAM

### 1.3 Investissement

L'expansion de la formation brute de capital fixe devrait se poursuivre durant le reste de l'année, en enregistrant une progression annuelle de 15,8%.

L'investissement a été soutenu principalement par l'augmentation conjuguée des importations de produits finis d'équipement et des crédits à l'équipement, qui ont progressé à fin octobre, respectivement de 28,5% et de 34,1%.

Par ailleurs, les intentions de création d'entreprises restent dynamiques. Elles ont concerné particulièrement le secteur des services avec 52% de l'ensemble des certificats négatifs délivrés jusqu'à fin septembre 2008, suivi par le secteur du commerce avec 23,5% et celui du BTP avec 13,5%. Au total, l'Office Marocain de la Propriété Intellectuelle et Commerciale (OMPIC) a délivré 45.751 certificats négatifs, soit une hausse de 6% par rapport à la période correspondante de 2007.

S'agissant des recettes des investissements et prêts privés étrangers, elles ont atteint, à fin octobre 2008, 25,6 milliards de dirhams contre 30,7 milliards durant la même période de l'année précédente, soit une baisse de 16,8%. Toutefois, par rapport à la moyenne de janvier à octobre des cinq dernières années, ces recettes demeurent en augmentation de 17,9%.

Selon 63% des chefs d'entreprises interrogés dans l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib du troisième trimestre 2008, le climat des affaires est jugé globalement favorable, particulièrement au niveau des industries chimiques et parachimiques et des industries mécaniques et métallurgiques. Les perspectives d'évolution pour les prochains mois demeurent également favorables.

Selon la balance de paiements arrêtée à fin juin 2008, les recettes des investissements directs étrangers ont baissé de 9,7%, pour un montant global de 15,7 milliards de dirhams au lieu de 17,4 milliards une année auparavant. Cette baisse a concerné particulièrement le transport (97,4%), le commerce (80,3%) et le tourisme (61%), au moment où l'investissement dans les secteurs immobilier et bancaire a progressé respectivement de 62,8% et 52,3%. La France vient au premier

rang, préservant ainsi sa position de l’an dernier, avec une part de 35,4% du total des IDE, suivie par les Émirats Arabes Unis avec 27,6%.

Au niveau du secteur public, les dépenses d’investissement du Trésor ont augmenté à fin octobre 2008 de 8,6 milliards de dirhams par rapport à la même période de l’année précédente, enregistrant ainsi une hausse de 40,9%, pour s’établir à 29,6 milliards.

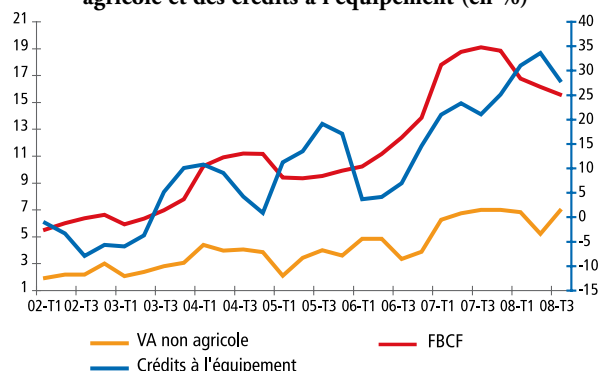
### 1.4 Commerce extérieur

Au terme des dix premiers mois de 2008, la balance commerciale a dégagé un déficit en aggravation de 28,1% en glissement annuel, au lieu de 34,2% à l’issue de la même période de 2007. Les exportations ont augmenté de 32,8% contre 11,6%, tandis que les importations ont enregistré une progression de 30,3% au lieu de 22,4%. Aussi, le taux de couverture s’est-il légèrement amélioré, passant en un an, de 47,7% à 48,6%.

Le dynamisme des exportations s’explique principalement par le triplement de la valeur des ventes de phosphates et de ses dérivés, bénéficiant des cours élevés, les quantités expédiées ayant reculé. Hors phosphates et dérivés, les exportations n’ont augmenté que de 3,4%, sous l’effet du ralentissement de la demande étrangère dans un contexte de récession dans la zone euro. En effet, la conjoncture internationale a impacté négativement les ventes de vêtements confectionnés, d’articles de bonneterie et de composants électroniques dont les baisses n’ont cessé de s’accroître, depuis le troisième trimestre 2007 pour les exportations de la confection et dès le quatrième trimestre de 2007 pour celles de la bonneterie. Quant aux exportations de produits de la mer, de fils et câbles pour l’électricité et d’agrumes elles se sont accrues de 13,7%, de 11,6% et de 14,8% respectivement.

L’expansion des importations est imputable à l’alourdissement de la facture énergétique et à la progression des autres importations. En fait, les achats de gasoil et fuel-oil ont presque doublé en valeur et ont progressé de 41% en volume. Les acquisitions du pétrole ont augmenté de 34,5% en valeur et ont baissé de 8% en volume,

Graphique 1.6 Evolution trimestrielle en glissement annuel de la formation brute de capital fixe, de la valeur ajoutée non agricole et des crédits à l’équipement (en %)



Sources : HCP, calculs de BAM

le prix moyen de la tonne importée s'étant élevé de 46,1%. Par conséquent, la facture énergétique s'est renchérie de 46,9%. Pour leur part, les autres importations ont enregistré une hausse de 26,1% tirée principalement par l'accroissement des achats de biens d'équipement, en relation avec le dynamisme de l'investissement. De même, les acquisitions de produits bruts se sont sensiblement accrues, suite à l'expansion de 450,5% des achats de soufre brut et l'accroissement des acquisitions d'huiles végétales. Les importations de demi-produits ont également augmenté sous l'effet de la hausse des prix du fer et de l'acier, ainsi que de la demande soutenue provenant des industries de transformation. Suivant la même orientation à la hausse, les importations de denrées alimentaires et de biens de consommation ont été soutenues par la hausse des approvisionnements en blé et maïs d'une part, et de voitures de tourisme, de pièces détachées et de médicaments, d'autre part.

La détérioration des perspectives de la croissance mondiale, en particulier dans la zone euro, ainsi que la baisse récente des cours internationaux du phosphate ne manqueraient pas de ralentir sensiblement le rythme de croissance des exportations marocaines. Parallèlement, la baisse actuelle des cours des produits de base, ainsi que les perspectives d'une campagne agricole favorable au Maroc, devraient permettre une atténuation du coût des importations, notamment de produits énergétiques et alimentaires.

**Tableau 1.3 : Evolution de la balance commerciale entre janvier et octobre (en glissement annuel)**

(En millions de dirhams)	J-O	J-O	Variations	
	2007	2008	Montant	%
<b>Exportations globales</b>	<b>101 873</b>	<b>135 243</b>	<b>+33 370</b>	<b>+32,8</b>
Exportations de phosphates et dérivés	18 109	48 630	+30 521	+168,5
Exportations hors phosphates et dérivés	83 764	86 612	+2 848	+3,4
Vêtements confectionnés	16 887	15 768	-1 119	-6,6
Articles de bonneterie	6 561	5 517	-1 044	-15,9
Agrumes	2 015	2 314	+299	+14,8
<b>Importations globales</b>	<b>213 381</b>	<b>278 034</b>	<b>+64 653</b>	<b>+30,3</b>
Importations de produits énergétiques	43 245	63 535	+20 290	+46,9
Autres importations	170 136	214 499	+44 363	+26,1
Blé	7 120	9 809	+2 689	+37,8
Biens d'équipements	46 487	59 714	+13 227	+28,5
Biens de consommation	40 032	44 627	+4 595	+11,5
<b>Déficit commercial</b>	<b>-111 508</b>	<b>-142 791</b>	<b>+31 283</b>	<b>+28,1</b>

Source : OC

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

Selon les estimations de Bank Al-Maghrib, l'output gap global a poursuivi sa tendance haussière au cours du deuxième trimestre 2008 tout en restant positif, compte tenu de l'amélioration de la campagne agricole d'une année à l'autre. L'output gap non agricole a également affiché des valeurs positives supérieures à celles enregistrées pendant la même période de l'année précédente en liaison avec la poursuite de la croissance dans les secteurs non agricoles. Quant au taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur industriel relatif au troisième trimestre 2008, il a baissé d'un point de pourcentage d'un trimestre à l'autre. En matière d'emploi, le troisième trimestre 2008 a été globalement caractérisé par une stabilité du taux de chômage national en comparaison avec la même période de l'année précédente. Ceci recouvre, d'une part, un recul du taux de chômage urbain à la faveur de la dynamique des activités non agricoles et, d'autre part, une augmentation du taux de chômage en milieu rural. Les principaux pourvoyeurs d'emploi restent toujours les secteurs du BTP et des services. Quant aux indicateurs disponibles sur les salaires, ils indiquent une hausse en termes réels des salaires privés au cours du deuxième trimestre 2008. En outre, une nouvelle augmentation du SMIG est prévue en juillet 2009, après celle de juillet 2008. Au total, l'analyse de l'ensemble de ces indicateurs laisse entrevoir qu'ils maintiendront les pressions sur les prix au cours des prochains trimestres, toutefois, à un niveau inférieur à celui relevé dans le dernier RPM.

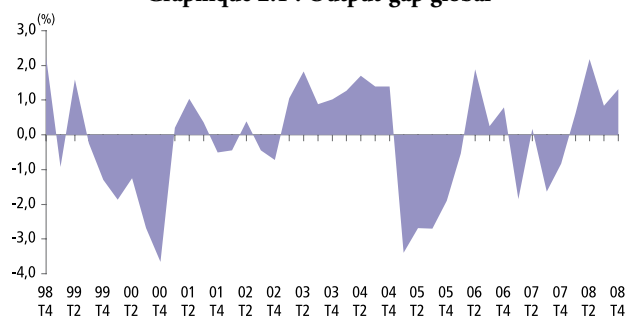
### 2.1 Tensions sur les capacités de production

Sur la base des dernières données du HCP, l'output gap global continue d'afficher des valeurs positives au cours de l'année 2008, traduisant l'amélioration de la campagne agricole et la consolidation de la croissance des autres secteurs. L'output gap global a ainsi atteint un pic au deuxième trimestre et devrait, selon les prévisions de BAM, ralentir au cours des deux derniers trimestres de l'année 2008, tout en restant positif.

Pour sa part, l'output gap non agricole a enregistré une nette accélération durant les deux premiers trimestres 2008 sous l'effet de la consolidation de la croissance des activités non agricoles. Les prévisions pour le deuxième semestre de l'année 2008 laissent entrevoir une baisse du niveau de l'output gap non agricole qui demeurerait, toutefois, positif. Ces perspectives d'évolution découlent de la détérioration du contexte international actuel marqué par le ralentissement de l'activité économique chez nos principaux partenaires qui affecterait essentiellement, la demande étrangère adressée au Maroc et le secteur touristique.

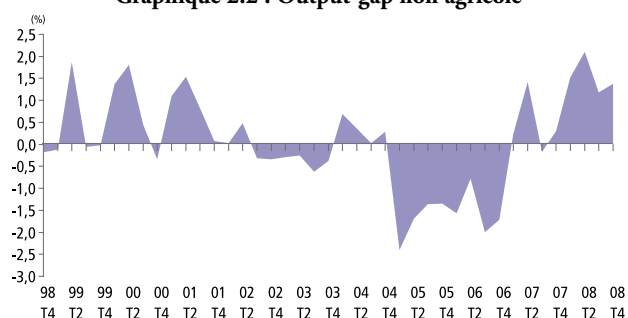
Au regard des données de l'enquête mensuelle de BAM dans l'industrie relatives au mois d'octobre 2008, le taux d'utilisation des capacités de production est resté stable autour de 70% d'un mois à l'autre. Hors raffinage, ce taux s'est établi à 71%, en baisse d'un point de pourcentage. Sur le plan sectoriel, le taux d'utilisation des capacités

Graphique 2.1 : Output-gap global



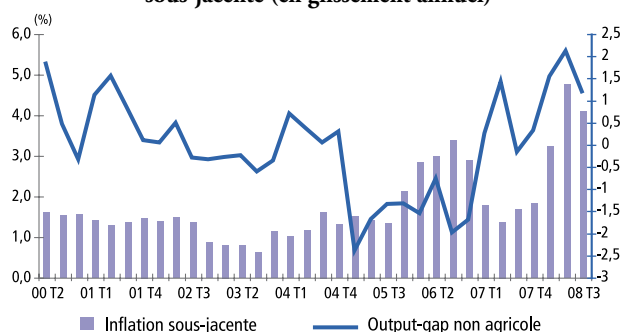
Sources : HCP, estimations de BAM

Graphique 2.2 : Output-gap non agricole



Sources : HCP, estimations de BAM

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



Sources : HCP, estimations de BAM

de production a atteint 73% dans les industries du textile et du cuir et les industries chimiques et parachimiques, 68% dans les industries électriques et électroniques et les industries agro-alimentaires et 63% dans les industries mécaniques et métallurgiques.

Pour sa part, la productivité apparente du travail<sup>1</sup> dans les activités non agricoles a largement progressé en poursuivant sa tendance haussière observée depuis le quatrième trimestre 2006. Cette augmentation est attribuable à l'augmentation de l'emploi urbain qui a été moins rapide que celle du PIB non agricole estimé par BAM pour le troisième trimestre 2008.

Les résultats de l'enquête révèlent aussi que les coûts des matières premières, autres que l'énergie, restent la première source de la progression de coûts unitaires de production durant le troisième trimestre 2008. Toutefois, les coûts salariaux ont augmenté d'un trimestre à l'autre, avec un solde d'opinion de 56% au lieu de 27% le trimestre précédent, notamment suite à la revalorisation du SMIG intervenue à partir du troisième trimestre 2008. Cette augmentation a concerné tous les secteurs d'activité, particulièrement les industries mécaniques et métallurgiques et les industries chimiques et parachimiques.

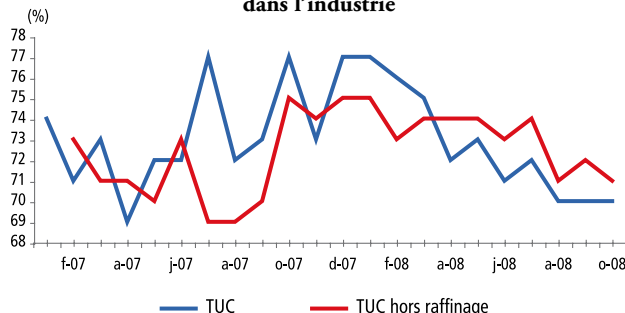
## 2.2 Tensions sur le marché du travail

Au terme du troisième trimestre 2008, la population active âgée de 15 ans et plus a atteint au cours du troisième trimestre de l'année 2008, 11.298.000 personnes, soit un accroissement de 1,5% par rapport à la même période de l'année 2007. Ce constat résulte de la hausse de 2,9% de la population active en milieu urbain, celle du milieu rural ayant stagné. En conséquence, le taux d'activité s'est établi à 50,6%, en baisse de 0,2 point de pourcentage.

En matière d'emploi, le troisième trimestre 2008 a été caractérisé par un léger accroissement de la population active occupée, en comparaison avec le même trimestre de l'année précédente.

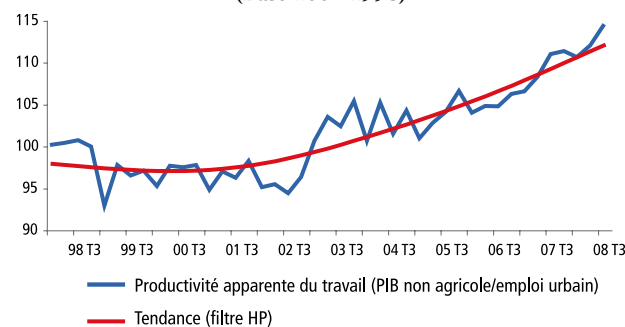
<sup>1</sup> La productivité apparente du travail est mesurée par le rapport entre la production et l'effectif employé. Cet indicateur doit être interprété avec prudence, car il ne prend pas en compte l'efficacité avec laquelle la main-d'œuvre est utilisée dans la production.

Graphique 2.4 : Taux d'utilisation de la capacité de production dans l'industrie



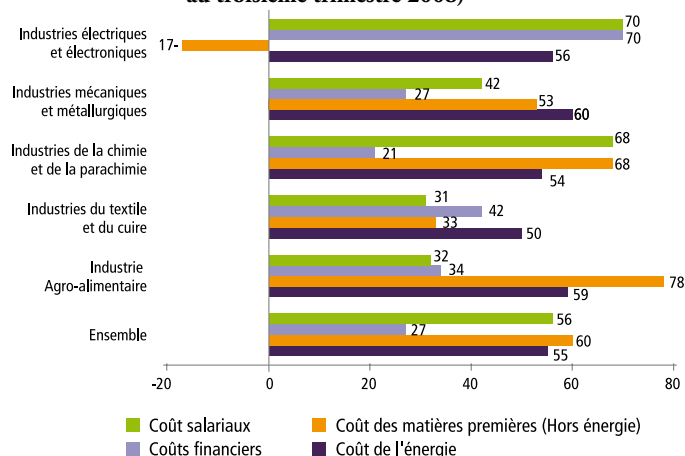
Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

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



Sources : HCP, estimations BAM

Graphique 2.6 : Evolution des composantes du coût unitaire de production par secteur (soldes d'opinion en % au troisième trimestre 2008)



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM



Néanmoins, le taux d'emploi a reculé de 0,2 points de pourcentage pour s'établir à 45,6%, en raison de la progression du nombre d'emplois qui a été légèrement inférieure à celle de la population âgée de plus de quinze ans. Par milieu de résidence, le taux d'emploi urbain a progressé de 37,3% à 37,6%, alors que celui du milieu rural a reculé de 0,8 point de pourcentage pour s'établir à 57%.

Par ailleurs, le taux de chômage est resté stable autour de 9,9% en comparaison avec le même trimestre de l'année précédente. Toutefois, et en liaison avec la consolidation de la croissance des activités non agricoles, la création d'emploi a concerné principalement le milieu urbain dont le taux de chômage a reculé de 15,9% à 15,5%. En milieu rural, ce taux a augmenté de 0,4 point de pourcentage pour atteindre 3,9%.

Les baisses les plus significatives du taux de chômage en milieu urbain ont concerné les tranches d'âge 35- 44 ans (-1,1 point) et 25-34 ans (-0,7 point). Par contre, seule la tranche des jeunes de moins de 25 ans a enregistré une hausse du taux de chômage qui est passé de 16,7% à 18,8% au troisième trimestre 2008. On peut penser que cette hausse peut être attribuée à l'accroissement du coût à la première embauche de ces jeunes suite à la revalorisation du SMIG entamée depuis juillet 2008.

Le marché d'emploi a connu durant le troisième trimestre 2008 une création nette de 337.000 postes rémunérés contre une perte nette de 192.000 postes d'emploi non rémunérés. Au niveau sectoriel, les créations d'emploi ont concerné essentiellement le secteur des services avec 108.000 nouveaux emplois (+2,9%) et le secteur du bâtiment et travaux publics (BTP) avec 62.000 emplois, en hausse de 7,4%.

Au regard des résultats de l'enquête de conjoncture de BAM relatifs au troisième trimestre 2008, l'effectif employé dans l'industrie a augmenté d'un trimestre à l'autre avec un solde d'opinion de 14%. Excepté les industries du textile et du cuir qui ont enregistré une baisse des effectifs liée à la baisse des exportations, les autres secteurs ont connu un renforcement du personnel. Cette évolution est appelée à se poursuivre durant le quatrième trimestre 2008 selon les pronostics des chefs d'entreprise enquêtés, et ceci pour tous les secteurs.

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

En millions	T3 - 2007			T3 - 2008		
	Urbain	Rural	Ens.	Urbain	Rural	Ens.
<b>Population active et emploi</b>						
Population active <sup>(2)</sup>	5,69	5,43	11	5,86	5,43	11,3
Taux d'activité (en%)	44,4	59,9	51	44,5	59,3	50,6
Population active occupée	4,79	5,23	10	4,95	5,22	10,2
Taux d'emploi (en%) <sup>(3)</sup>	37,3	57,8	46	37,6	57	45,6
<b>Chômage</b>						
Population active en Chômage	0,9	1,09	1,1	0,91	0,21	1,12
Taux de chômage (en%)	15,9	9,9	9,9	15,5	3,9	9,9
Selon le diplôme						
. Sans diplôme	9,5	5,1	5,1	8,9	2,6	4,8
. Ayant un diplôme	21,3	19,2	19	21,1	12,4	19,5

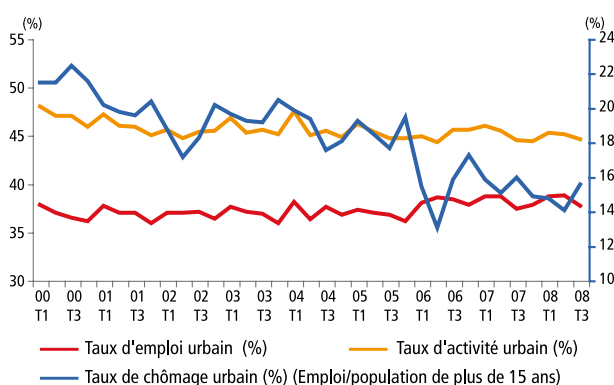
(1) Données redressées selon les nouvelles projections de la population

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

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

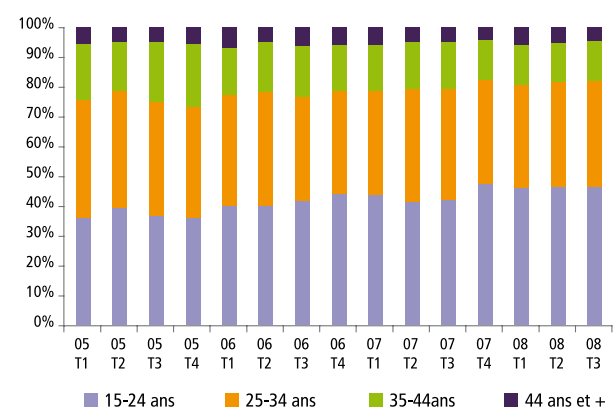
Source : HCP

**Graphique 2.7 : Taux d'activité, d'emploi et de chômage en milieu urbain**



Source : HCP

**Graphique 2.8 : Evolution de la structure du chômage par âge**



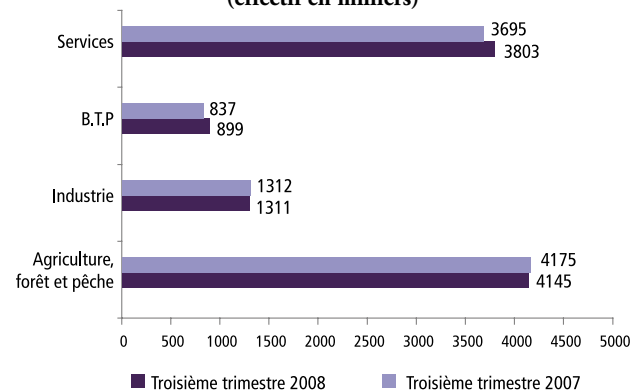
Source : HCP

S'agissant de l'indice des salaires moyens trimestriels dans le secteur privé calculé par le HCP sur la base des données de la CNSS et en se référant au salaire moyen de l'année 2004, il a enregistré durant le deuxième trimestre 2008 une hausse de 5,5% en glissement annuel et de 5,2% par rapport au trimestre précédent. En termes réels, cet indice s'est accru de 0,8% par rapport à la même période de l'année précédente. De même, les résultats de l'enquête de conjoncture de BAM dans l'industrie relatifs au deuxième trimestre 2008, font ressortir une hausse du niveau des salaires avec un solde d'opinion positif de 24%.

Par ailleurs, la première tranche de la revalorisation du SMIG et des salaires dans la fonction publique, issue du dialogue social entre le gouvernement et les syndicats, a pris légalement effet à partir du mois de juillet 2008. Ainsi, le salaire horaire minimum a augmenté de 5% durant le troisième trimestre 2008 pour passer de 9,66 à 10,14 DH. Il a enregistré également une légère hausse en termes réels, passant de 5,22 à 5,44 DH, après une baisse entamée depuis le troisième trimestre 2004.

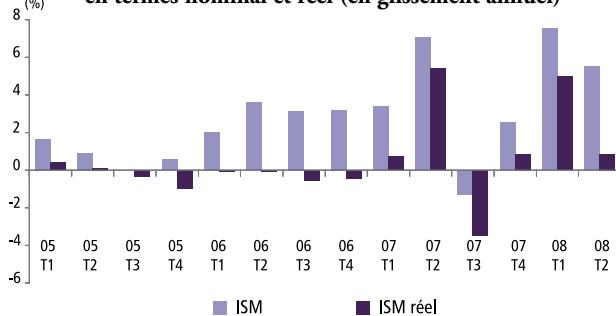
L'examen de ces évolutions récentes, laisse présager une atténuation probable du niveau des pressions de la demande sur les prix au cours des prochains trimestres.

Graphique 2.9 : Créations nettes d'emploi par secteur d'activité (effectif en milliers)



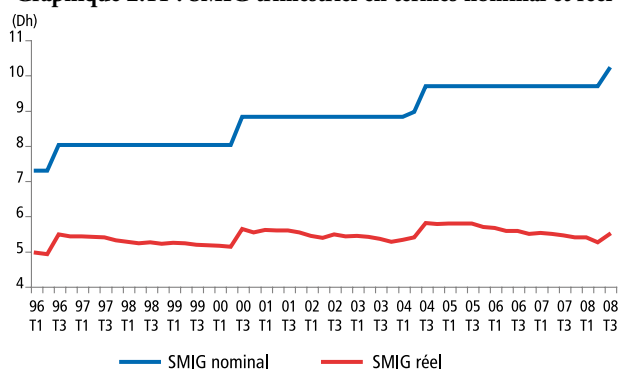
Source : HCP

Graphique 2.10 : Indice des salaires moyen dans le secteur privé en termes nominal et réel (en glissement annuel)



Sources : HCP, estimations de BAM

Graphique 2.11 : SMIG trimestriel en termes nominal et réel



Source : Ministère de l'Emploi



### 3. PRIX A L'IMPORTATION

L'inflation dans le monde s'est inscrite en baisse dans les pays développés et, avec une moindre ampleur, dans les pays émergents en octobre 2008. Cette tendance avait déjà commencé à être observée en août dernier dans la grande majorité de ces pays. L'environnement international actuel est caractérisé par une forte volatilité des taux de change et des prix des matières premières et un assouplissement important des politiques monétaires des principales banques centrales, suite au ralentissement de la croissance mondiale et aux risques de déflation. Le ralentissement marqué de l'activité économique se confirme de plus en plus dans les pays de l'OCDE, notamment aux Etats-Unis et dans la zone euro, accompagné de la persistance des turbulences financières. La baisse des prix des principales matières premières amorcée en août dernier a continué de se poursuivre en octobre 2008 et s'est accentuée notamment pour le pétrole dont les cours ont fortement chuté au cours de la période récente, pour atteindre le plus bas niveau depuis le début de l'année 2007. L'orientation actuelle des cours des matières premières va contribuer à réduire l'inflation aussi bien dans les pays développés que dans les pays émergents. Cependant, dans plusieurs de ces pays, des risques inflationnistes subsistent encore, étant donné que la volatilité et le niveau encore élevé des cours des matières premières ainsi que les tensions sur l'offre, ont amplifié les revendications salariales. Pour le Maroc, l'indice des prix à l'import hors énergie calculé sur la base des dernières données disponibles des huit premiers mois de l'année 2008, n'intégrant donc pas les évolutions récentes des marchés mondiaux, a augmenté de 42,8%, niveau plus modéré que celui de 51% enregistré en juillet en glissement annuel. Après l'augmentation des prix de certains carburants intervenue en juillet dernier, les prix internes qui sont subventionnés par la Caisse de compensation n'ont pas subi de modification. Dans l'ensemble, et compte tenu du contexte récent et des perspectives d'évolution de la conjoncture économique internationale, les pressions inflationnistes provenant des prix à l'importation et des conditions globales de la demande mondiale devraient commencer à refluer au cours des prochains trimestres comme prévu dans le dernier RPM.

#### 3.1 Inflation dans le monde

Dans un contexte international de ralentissement économique sévère qui a donné lieu à des mesures significatives d'assouplissement monétaire opérées par la majorité des banques centrales dans le monde, les données préliminaires publiées par Eurostat, indiquent un repli de l'inflation en novembre 2008 dans la zone euro, à 2,1% au lieu de 3,2% le mois précédent.

L'atténuation des pressions inflationnistes constatée dès le mois d'août dernier, s'est accentuée en octobre 2008 dans les principaux pays développés, d'après les dernières données disponibles (tableau 3.1).

Aux Etats-Unis, l'inflation a atteint 3,7% en octobre 2008 après 4,9% un mois auparavant. Dans la zone euro, elle a été de 3,2% au lieu de 3,6% en septembre. La même tendance a été observée en France et en Allemagne, où l'inflation a atteint respectivement 3% et 2,5% au lieu de 3,3% et 4,6%. De même, un taux d'inflation de 3,6% a été enregistré pour l'Espagne et l'Italie après 4,6% et 3,9% respectivement le mois précédent (tableau 3.1).

Ce ralentissement de l'inflation a résulté de la forte récession économique en cours et d'un contexte

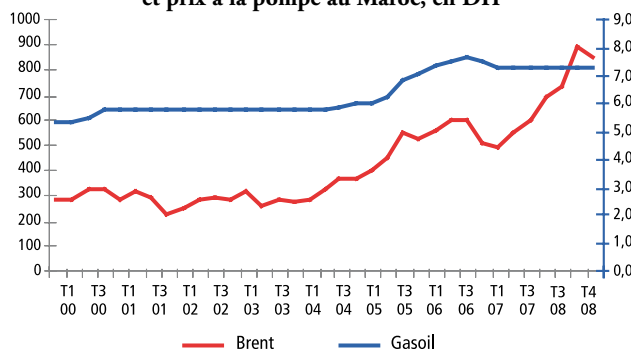
**Tableau 3.1 : Evolution récente de l'inflation dans le monde (en glissement annuel)**

	2007 oct.	2008 sept.	2008 oct.	Prévision 2008	Prévision 2009
<b>Etats-Unis</b>	3,5	4,9	3,7	3,1	1,6
<b>Zone euro*</b>	2,5	3,6	3,2	2,9	1,7
<b>Allemagne</b>	2,5	3	2,5	2,4	0,8
<b>France</b>	2	3,3	3	2,6	1,6
<b>Espagne</b>	3,6	4,6	3,6	3,6	2,2
<b>Italie</b>	2,1	3,9	3,6	4,6	1,6

(\*) Indices harmonisés

Sources : FMI, Eurostat

**Graphique 3.1 : Cours mondial du pétrole et prix à la pompe au Maroc, en DH**



Sources : FMI, Ministère de l'énergie et des mines

de repli continu des cours internationaux des matières premières et de l'énergie, en particulier du pétrole qui a connu de fortes baisses depuis le mois d'août dernier. L'inflation devrait nettement ralentir d'ici la fin de 2009 dans les pays développés et refluer à un rythme plus progressif dans les pays émergents.

En outre, la nette détérioration des perspectives de croissance de l'économie mondiale, prévue en 2009 selon les récentes projections de novembre établies par le FMI et l'OCDE, la dégradation durable de la conjoncture financière mondiale et le sous-emploi des ressources disponibles lié à la récession économique dans les pays développés, augurent d'une poursuite de la détente des tensions inflationnistes à court terme.

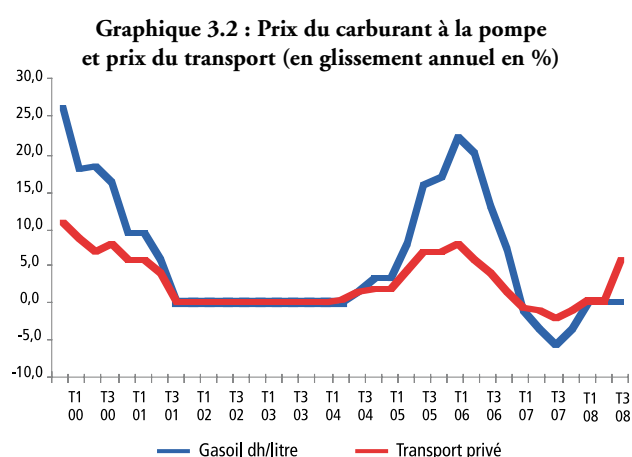
### 3.2 Prix du pétrole

La tendance à la baisse des cotations du pétrole observée depuis le mois d'août dernier, s'est poursuivie en novembre 2008 où le prix du baril s'est établi en moyenne à 54 dollars contre 72,7 dollars au mois précédent, en repli de 25,7% d'un mois à l'autre.

Ce revirement radical résulte de la forte contraction de la consommation énergétique aux Etats-Unis et dans la zone euro et de la révision à la baisse des perspectives économiques consécutivement à l'impact de plus en plus marqué de la crise financière.

Au terme des onze premiers mois de l'année 2008, les cotations du pétrole ont néanmoins progressé en glissement annuel, atteignant en moyenne 102 dollars le baril, au lieu de 69,5 dollars durant la même période de l'année précédente.

D'après les dernières prévisions du FMI de novembre 2008, le prix moyen du pétrole pour l'année 2008 a été revu à la baisse à 68 dollars le baril au lieu de 107,3 dollars le baril prévu en octobre dernier. Aussi, les dernières projections économiques de novembre 2008 de l'OCDE font ressortir un cours moyen du pétrole à 60 dollars le baril en 2008. Enfin, sur le marché des futures, le prix du pétrole atteindrait en moyenne 59,7 dollars le baril en 2009 et 69,3 dollars le baril en 2010 (voir tableau 3.2). Les prévisions de croissance du marché



Sources : HCP, Ministère de l'énergie et des mines

**Tableau 3.2 : Prix du Brent sur les marchés futures (en dollars EU)**

	T4 2008	T1 2009	T2 2009	T3 2009	Année 2009	Année 2010
Futures	64,9	54,1	57,4	60,9	59,7	69,3

Source : Bloomberg

**Tableau 3.3 : Prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur**

Produits (Dh/Litre)	déc. 2007	janv. 2008	avril. 2008	juil. 2008	sept. 2008	nov. 2008
Super carburant	10,25	10,25	10,25	11,25	11,25	11,25
Gasol	7,22	7,22	7,22	7,22	7,22	7,22
Gasol 350	9,13	9,13	9,13	10,13	10,13	10,13
Fuel industriel (Dh/Tonne)	2874	2874	2874	3374	3374	3374

Source : Ministère de l'énergie et des mines

pétrolier international restent toutefois dépendantes des évolutions futures de la conjoncture économique et financière mondiale.

Elles incluent d'une part, des risques de récession sévère de l'activité en 2009 pour la majorité des pays développés, et d'autre part, une période plus longue et indéterminée avant le regain de confiance généralisé des investisseurs sur les marchés.

Ce contexte volatil marqué par une importante incertitude devrait continuer à se traduire à court terme par des pressions à la baisse de la demande mondiale des matières premières, et de l'énergie en particulier.

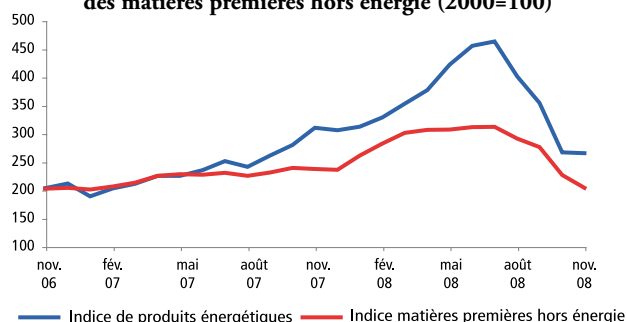
Au Maroc, après les ajustements à la hausse de certains types de carburants intervenus en juillet dernier, les prix internes du gasoil, principal carburant utilisé pour le transport, demeurent toujours isolés des fluctuations des prix mondiaux par l'intervention de la Caisse de compensation.

### 3.3 Prix des matières premières

Les cours des matières premières hors énergie ont encore chuté sous l'effet essentiellement du ralentissement de la croissance économique au niveau mondial et de l'appréciation du dollar. Toutefois, le niveau actuel des prix de ces produits reste élevé par rapport à celui enregistré l'année précédente.

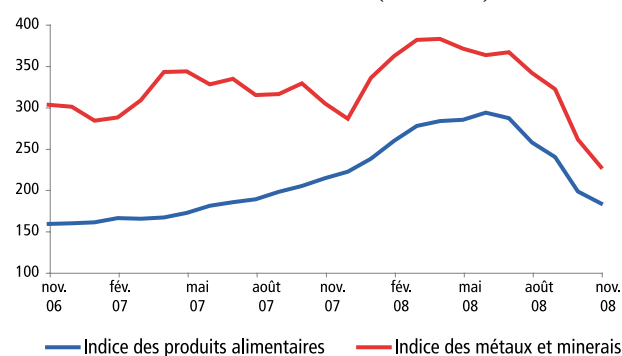
En effet, au cours des onze premiers mois de 2008, l'indice des prix des matières premières hors énergie, calculé par la Banque Mondiale et qui concerne les cours des matières premières dans les pays en développement, reste en moyenne supérieur de 24,9%, par rapport à la même période de l'année précédente. Par contre, l'évolution mensuelle laisse apparaître une baisse de cet indice, au mois de novembre, de 10,1% par rapport au mois précédent. Cette évolution a concerné les produits alimentaires dont l'indice des prix a régressé de 7,2%. En effet, d'un mois à l'autre, le cours du blé a marqué une régression de 4,5%, principalement du fait que les récoltes de la campagne 2008/2009 s'annoncent bonnes et devraient rétablir l'équilibre entre l'offre

Graphique 3.3 : Indice des prix des produits énergétiques et des matières premières hors énergie (2000=100)



Source : Banque Mondiale

Graphique 3.4 : Indice des prix des produits alimentaires et des métaux et minerais (2000=100)



Source : Banque Mondiale

Tableau 3.4 : Evolution des Futures et des prévisions du blé

Blé (Cts/b.u)	T4 2008	T1 2009	T2 2009	Année 2009
Futures	555,09	570,25	570,25	585,41
Prévisions	676,50	702,50	688,00	680,96o

Source : Bloomberg

et la demande et par conséquent, améliorer considérablement la reconstitution des stocks de blé des principaux pays exportateurs qui ont d'ores et déjà annoncé des ajustements à la hausse des estimations de leurs stocks à court terme. Impacté par ces mêmes facteurs, le cours du maïs a diminué de 10,5% et celui de l'orge de 9,3%, d'un mois à l'autre. Cependant, en moyenne des onze premiers mois de 2008, le cours du blé reste supérieur de 31,5%, au niveau enregistré en 2007, celui du maïs de 39,9% et de l'orge de 20,8%.

L'indice des prix des métaux et minerais a également reculé au cours du mois de novembre de 12,7% par rapport au mois précédent, sous l'effet essentiellement de l'impact du ralentissement économique mondial sur la demande de ces produits. Ce recul a surtout concerné les prix du cuivre, du zinc et du plomb qui ont baissé respectivement de 24,5%, 11,4% et 12,8%, d'un mois à l'autre. A l'instar de l'indice des prix des produits alimentaires, la variation à la hausse de l'indice des prix des métaux et minerais au cours des onze premiers mois de 2008, reste élevée de 7,3% par rapport à celle enregistrée l'année précédente. Cette évolution recouvre d'une part, une hausse des cours moyens du fer, de l'acier et du cuivre par rapport au niveau observé en 2007 de 66%, 58,4% et 2,7% respectivement, et d'autre part, des baisses respectives de 15% et de 40% de ceux du plomb et du zinc.

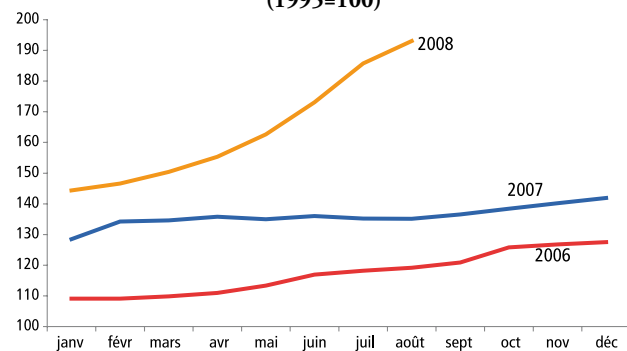
Enfin, dans les dernières prévisions du FMI, les cours des matières premières hors énergie ont fait l'objet d'une forte révision à la baisse et devraient rester volatils tant que la dégradation des perspectives de croissance et les turbulences sur les marchés financiers se poursuivent au niveau mondial. Les prix des produits alimentaires continueraient à chuter, la récolte au titre de la campagne agricole de 2008/2009 et les stocks attendus devant être plus importants que prévu. Aussi, la poursuite de l'orientation baissière des prix du pétrole devrait-elle aboutir à une diminution des prix des engrais. Elle devrait également réorienter à la baisse la demande sur les biocarburants, favorisant ainsi la baisse des prix des produits alimentaires. Toutefois, la demande mondiale des produits alimentaires risque de ne pas être affectée dans une large mesure par le retournement de tendance que connaîtra la croissance économique mondiale.

Etant étroitement lié au niveau des investissements notamment en construction, l'évolution de la demande des métaux sera conditionnée par les perspectives de croissance qui font ressortir un ralentissement de l'activité économique mondiale. Par conséquent, les cours des métaux devraient poursuivre leur tendance à la baisse durant le prochain trimestre.

### 3.4 Indices des prix à l'import

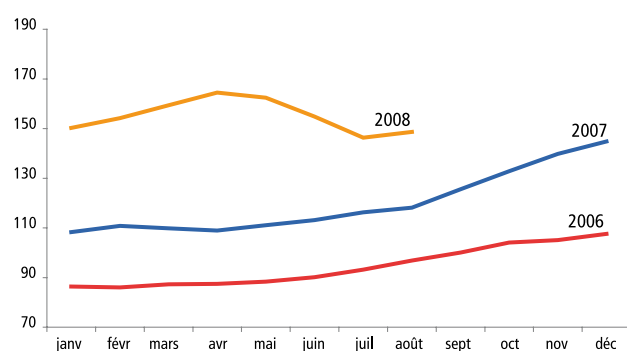
En août 2008, l'indice des prix à l'import (IPM) hors énergie a augmenté de 3,9% par rapport à juillet, enregistrant ainsi une légère hausse d'un mois à l'autre (de 3,4%). Cette évolution est liée à l'augmentation des IPM des produits miniers et des demi-produits, l'IPM des produits alimentaires s'étant à l'inverse pratiquement stabilisé en août. En glissement annuel, l'IPM hors énergie s'est élevé de 42,8%, niveau plus modéré que celui enregistré en juillet (hausse de 51%). La tendance à la baisse des cours des matières premières semble être à l'origine du ralentissement progressif de cet indice.

Graphique 3.5 : Indice des prix à l'import hors énergie (1995=100)



Sources : OC et calculs de BAM

Graphique 3.6 : Indice des prix à l'import des produits alimentaires (1995=100)



Sources : OC et calculs de BAM

### Encadré 3.1 : Volatilité des prix des matières premières au niveau mondial

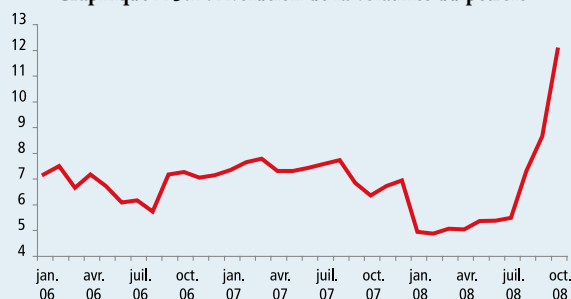
Au cours des dix premiers mois de 2008, l'évolution des cours des matières premières s'est caractérisée par une volatilité dont l'amplitude varie selon la catégorie des produits. En effet, une phase d'envolée des prix, avec des niveaux élevés enregistrés par certains produits, a été observée au premier semestre 2008. Elle a été suivie par une période de repli des cours qui se poursuit jusqu'au mois de novembre 2008.

La flambée des prix des produits de base est à attribuer, pour l'essentiel, à un déséquilibre entre une offre insuffisante et une demande fortement soutenue, à la faiblesse du dollar américain et à la détente des taux d'intérêt aux Etats-Unis qui ont encouragé les fonds d'investissement à intervenir massivement sur les marchés des matières premières. Le retournement de tendance reflète cependant le ralentissement marqué de la croissance des économies émergentes et en développement, ainsi que l'amélioration des conditions de l'offre et du niveau des stocks mondiaux des principales matières premières.

En effet, les cours du pétrole ont connu une grande volatilité\*, qui a atteint 36,5% sur les dix premiers mois de 2008, alors qu'elle n'était que de 6% en 2007. En moyenne, les prix du pétrole ont enregistré en juillet un pic de 133 dollars le baril pour régresser rapidement dans les trois mois suivants de 45,3% et atteindre 73 dollars le baril en octobre. L'ampleur de cette volatilité s'explique par l'évolution erratique du cours de change du dollar. En effet, l'évolution du dollar et du prix du pétrole montre une corrélation inverse entre ces deux variables.

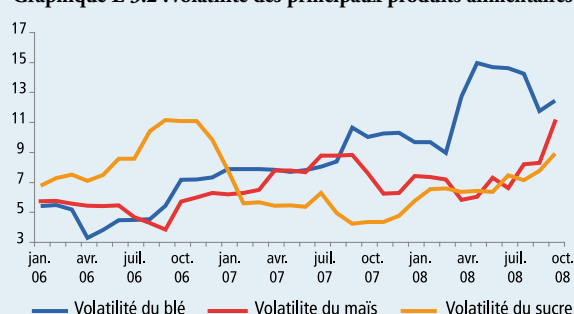
Les prix des céréales ont été également volatils durant les dix premiers mois de 2008, notamment ceux du blé dont la volatilité a été élevée relativement aux autres céréales, de l'ordre de 26% similaire à celle enregistrée sur la même période de l'année précédente. Ainsi, le cours du blé a atteint en mars son plus haut niveau de 419,6 dollars la tonne, puis il a baissé à son plus bas niveau de 185,9 dollars en octobre, marquant une diminution de 55,7% en 7 mois.

Graphique E 3.1 : Evolution de la volatilité du pétrole



Sources : Banque Mondiale et calculs de BAM

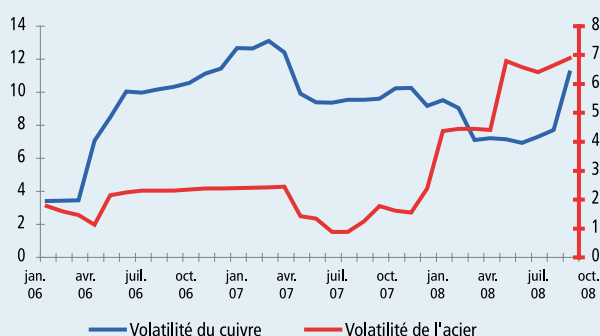
Graphique E 3.2 : Volatilité des principaux produits alimentaires



Sources : Banque Mondiale et calculs de BAM

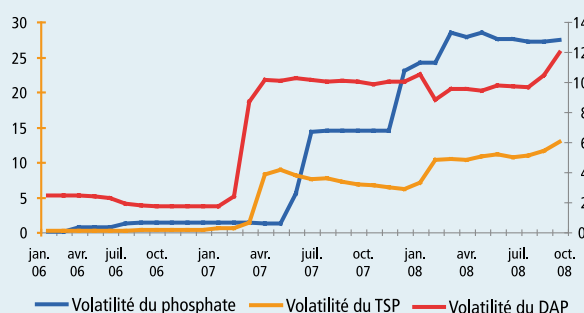
Les prix des métaux ont été marqués par une évolution erratique marquée par deux phases, une première phase ascendante correspondant aux 5 premiers mois de 2008, suivie d'une phase descendante. En 2008, le prix du fer qui est fixé au début de chaque année, a été augmenté de 66% par rapport à l'année précédente. La tendance à la hausse de l'indice des prix de l'acier s'est poursuivie tout au long de cette année et s'est légèrement modérée depuis le mois de septembre. Le prix du cuivre a été volatil durant les dix premiers mois de 2008. Sa volatilité a atteint 18%, alors qu'elle n'était que de 3% sur la même période de 2007. Le cours du cuivre a atteint son niveau maximum en avril puis a régressé en moyenne de 43,3% depuis son pic jusqu'au mois d'octobre.

Graphique E 3.3 : Volatilité du cuivre et de l'acier



Sources : Banque mondiale et calculs de BAM

Graphique E 3.4 : Volatilité du phosphate et ses dérivés



Sources : Banque mondiale et calculs de BAM

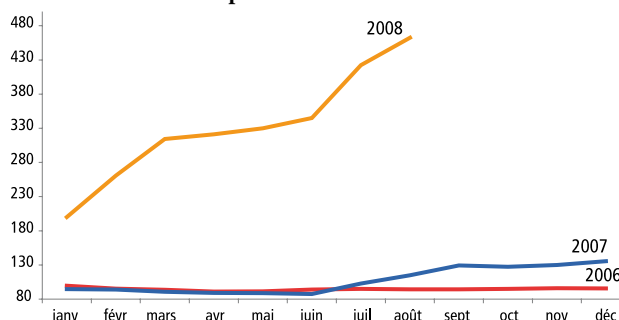
Une flambée des prix a caractérisé le phosphate et ses dérivés, s'expliquant principalement par l'intensification de la production des biocarburants qui alimente la demande mondiale. Ainsi, les prix moyens du phosphate et du superphosphate triple (TSP) ont atteint leurs pics de 430 dollars la tonne et 1131,5 dollars la tonne au mois d'août, ceux du phosphate diammonique (DAP) 1200,6 dollars la tonne en avril. Cependant, les prix du phosphate et de ses dérivés connaissent depuis le mois de septembre un renversement de tendance. En octobre, le cours moyen du phosphate a accusé une diminution de 3,7% par rapport au mois précédent, celui du superphosphate triple (TSP) de 14,7% et du DAP de 19,2%, par rapport aux pics enregistrés depuis le début de l'année.

La hausse en glissement annuel de l'IPM des produits alimentaires s'est stabilisée en août à 26%, évolution similaire à celle enregistrée le mois précédent.

En rythme mensuel, l'accroissement de cet indice marque une décélération. Cependant, les rythmes de croissance des prix à l'import du maïs, du sucre et du beurre restent, d'un mois à l'autre, relativement élevés par rapport aux autres produits alimentaires. De même, le prix à l'import du lait a marqué une hausse, d'un mois à l'autre, impacté par l'augmentation des prix des aliments de bétail durant les mois précédents.

Le rythme de progression de l'indice des prix à l'import des produits miniers s'est ralenti au mois d'août par rapport au mois précédent. Toutefois, en glissement annuel, l'indice s'est nettement accru, tiré essentiellement par la forte hausse du prix à l'import du soufre, intrant nécessaire de la production des produits phosphatés, tendance qui se confirme jusqu'à présent. Le prix du fer a également contribué à cette hausse, étant donné que son prix initial fixé au début de l'année en cours est supérieur de 66% à celui de l'année 2007.

Graphique 3.7 : Indice des prix à l'import des matières premières minières



Sources : OC et calculs de BAM

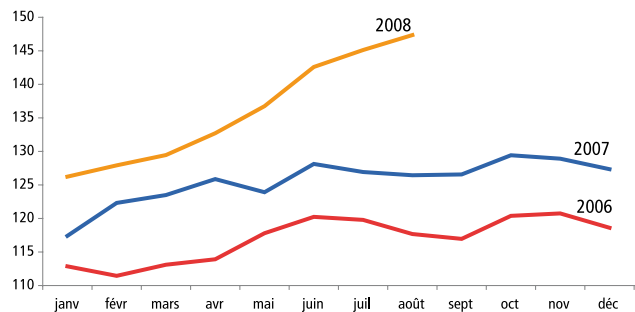
Par conséquent, de telles tendances devraient continuer à maintenir l'orientation à la hausse de l'indice des prix à l'import dans les mois à venir.

Au mois d'août 2008, l'IPM des demi-produits a marqué une hausse plus modérée que celle observée le mois précédent. Toutefois, il a connu une importante progression en rythme annuel due en grande partie à la hausse des prix à l'import de produits tels que le papier, le bois et, surtout, les matières plastiques.

Cette tendance risque de se poursuivre compte tenu de la demande élevée que connaissent les importations de demi-produits provenant particulièrement des industries de transformation.

Les tensions inflationnistes exercées jusqu'ici par les prix à l'import devraient, comme prévu dans le dernier RPM, s'atténuer durant le reste de l'année 2008, tout en se maintenant à des niveaux élevés comparativement à l'année précédente.

**Graphique 3.8 : Indice des prix à l'import des demi-produits**



Sources : OC et calculs de BAM



## 4. CONDITIONS MONÉTAIRES ET PRIX DES ACTIFS

Les données du troisième trimestre et d'octobre 2008 confirment le ralentissement graduel de la création monétaire. Cette évolution fait que l'excédent monétaire accumulé par les agents non financiers est devenu quasiment nul, laissant entrevoir une atténuation des tensions inflationnistes d'origine monétaire au cours des prochains mois. Pour sa part, le crédit bancaire reste dynamique avec un rythme de progression annuelle de 26,5% au troisième trimestre et en octobre 2008, alimenté pour une large partie par les concours alloués aux entreprises sous forme de facilités de trésorerie, de crédits à l'équipement et d'avances aux promoteurs immobiliers. Cette tendance devrait toutefois ralentir au cours des cinq prochains trimestres, comme en témoignent les résultats de l'enquête trimestrielle de Bank Al-Maghrib auprès des banques, qui tablent sur un rythme annuel de 23% à fin 2008 et 16% à fin 2009. Concernant les taux d'intérêt appliqués par les banques à leurs opérations avec la clientèle, les données de l'enquête de Bank Al-Maghrib relative au troisième trimestre 2008 indiquent une légère hausse des conditions débitrices. Dans le même temps, les taux créditeurs ont marqué une hausse au troisième trimestre et en octobre, parallèlement à la persistance des besoins de liquidité des banques et au ralentissement du rythme de progression des dépôts non rémunérés, notamment les comptes à vue. Les actifs boursiers se sont nettement dépréciés au terme du troisième trimestre 2008 et ont poursuivi leur recul durant les mois d'octobre et de novembre. Au cours de la période sous revue, le dirham s'est inscrit en hausse par rapport à l'euro, alors qu'il s'est déprécié à l'égard du dollar américain, s'inscrivant dans une tendance inverse par rapport à celle observée au cours du trimestre précédent.

### 4.1 Conditions monétaires

#### 4.1.1 Taux d'intérêt

Le Conseil de la Banque a décidé, lors de la réunion tenue le 23 septembre 2008, de relever le taux directeur de 25 points de base, le portant à 3,50%. Dans ces conditions, le taux interbancaire est passé de 3,21% en moyenne au cours du deuxième trimestre à 3,33% au troisième trimestre, puis à 3,65% en octobre et novembre.

Parallèlement, les taux des bons du Trésor à court terme émis par adjudication se sont orientés à la hausse en rupture avec leur tendance baissière observée depuis le début de l'année. Cette évolution a été également constatée au niveau du marché secondaire tant pour les courtes maturités, dont les rendements restent proches de ceux du compartiment primaire, que pour les taux assortissant les bons à moyen et à long terme.

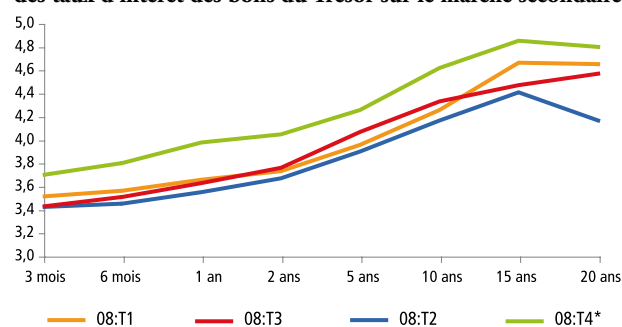
S'agissant des taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et à 12 mois a poursuivi, au troisième trimestre et en octobre 2008, son mouvement haussier du fait principalement de l'augmentation des taux servis sur les dépôts à 12 mois.

Pour leur part, les taux débiteurs se sont globalement établis, au cours du 3ème trimestre, à leur niveau moyen constaté l'exercice précédent. En effet, les résultats de l'enquête trimestrielle

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

	2007				2008			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	Octobre
13 semaines	2,73	3,30	2,29	3,63	3,58	3,41	3,42	3,70
26 semaines	2,85	3,34	3,32	3,58	3,59	-	-	3,80
52 semaines	2,97	3,88	3,40	3,55	3,62	3,53	3,51	3,86

**Graphique 4.1 : Evolution de la structure par terme des taux d'intérêt des bons du Trésor sur le marché secondaire**



\* L'observation du quatrième trimestre 2008 correspond à la moyenne quotidienne de la période du 3 octobre au 19 novembre 2008

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

	2007			2008			
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	Octobre
6 mois	3,52	3,41	3,49	3,37	3,55	3,50	3,62
12 mois	3,63	3,69	3,71	3,71	3,82	3,89	4,18
Moyenne pondérée	3,58	3,60	3,62	3,56	3,72	3,77	4,05

\* Les données trimestrielles sont des moyennes simples des données mensuelles

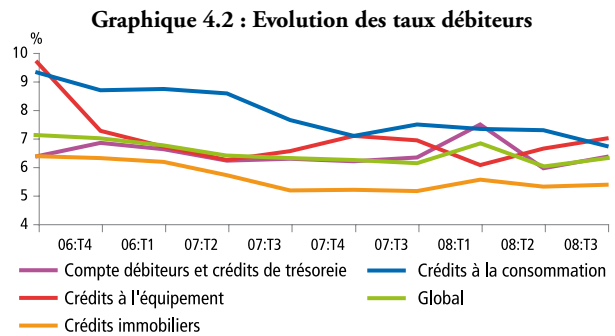


de Bank-Al-Maghrib auprès des banques font ressortir une hausse du taux moyen pondéré en liaison avec l'augmentation des taux appliqués aux facilités de trésorerie, aux crédits à l'équipement et, dans une moindre mesure, aux prêts immobiliers. En revanche, les taux des crédits à la consommation ont de nouveau accusé une baisse s'inscrivant dans leur tendance observée depuis le début de l'année.

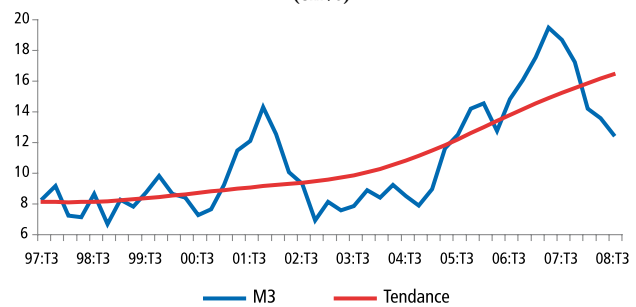
#### 4.1.2 Monnaie, crédit et placements liquides

##### Evolution de M3

La création monétaire s'est de nouveau ralentie au cours du troisième trimestre, réduisant à un niveau quasiment nul l'excédent monétaire accumulé par les agents non financiers.



**Graphique 4.3 : Croissance annuelle de M3 et sa tendance (en%)**

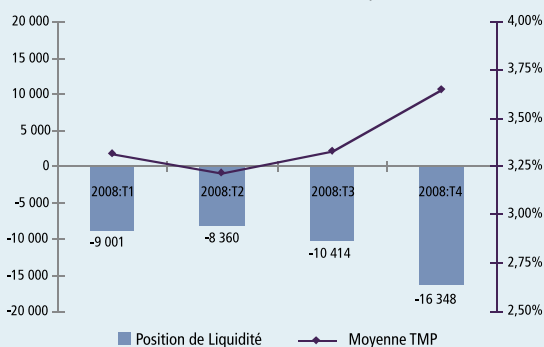


#### Encadré 4.1 : Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire

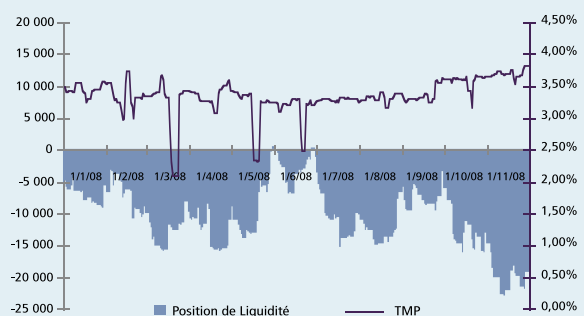
Au cours du troisième trimestre de l'année 2008, la tendance expansive des facteurs autonomes s'est inversée principalement sous l'effet de l'augmentation de la demande de billets et de l'accélération des achats de devises par les banques commerciales. Les facteurs autonomes ont ainsi exercé un effet restrictif de 8 milliards de dirhams sur les trésoreries bancaires tandis que l'accroissement du montant des réserves obligatoires a totalisé 1,4 milliard de dirhams. En conséquence, l'insuffisance des trésoreries bancaires s'est établie en moyenne à 10,4 milliards de dirhams au troisième trimestre 2008 contre 8,4 milliards le trimestre précédent.

Les retraits nets de monnaie fiduciaire ont totalisé 6,4 milliards de dirhams en période estivale et les opérations sur avoirs extérieurs ont induit une contraction des trésoreries bancaires de 5,2 milliards de dirhams. En effet, les opérations d'achats de devises par les banques commerciales ont totalisé un montant de 20,1 milliards de dirhams, principalement attribuable à l'augmentation de la volatilité de l'eurodollar. Toutefois, ces achats de devises ont été partiellement compensés par les cessions de billets de banque étrangers, dont le rythme s'accélère pendant les vacances d'été, et qui ont atteint 14,9 milliards de dirhams. En revanche, les opérations du Trésor ont été à l'origine d'une injection de liquidité de 3,6 milliards de dirhams, principalement attribuable au désendettement du Trésor auprès du système bancaire.

**Graphique E 4.1 : Evolutions de la position de liquidité (millions de DH) et du TMP (%) en moyenne trimestrielle**



**Graphique E 4.2 : Position de liquidité (millions de DH) et TMP du marché monétaire interbancaire**



Au cours du dernier trimestre de l'année 2008, la tendance restrictive des facteurs autonomes s'est poursuivie principalement sous l'effet de la contraction des avoirs extérieurs nets de Bank Al-Maghrib. En conséquence, l'insuffisance des trésoreries bancaires est passée, d'un trimestre à l'autre, de 10,4 milliards de dirhams 16,4 milliards.

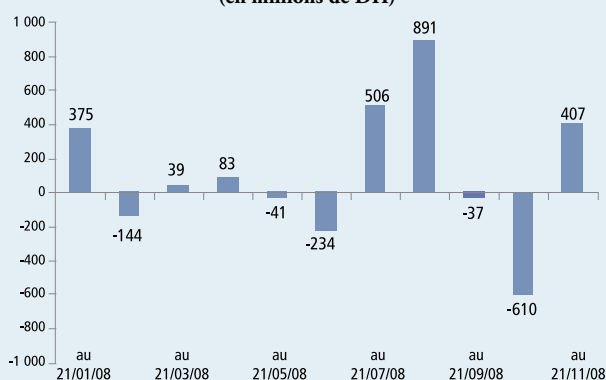
En effet, les opérations d'achats de devises par les banques commerciales ont totalisé un montant de 16,9 milliards de dirhams en raison de l'augmentation de la volatilité des marchés internationaux en contexte de crise financière internationale. En outre, les cessions de billets de banque étrangers, en nette régression par rapport au trimestre précédent, ont atteint 3,7 milliards de dirhams. Aussi, l'effet restrictif des AEN sur la liquidité a été de 13,2 milliards de dirhams.

En revanche, les opérations du Trésor ont été à l'origine d'une injection de liquidité de 5,3 milliards de dirhams, principalement attribuable aux dépenses de compensation. En effet, les charges du Trésor se sont élevées à 42,3 milliards de dirhams, dont 7 milliards dus au remboursement des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire et près de 7,3 milliards de dirhams attribuables aux charges de la caisse de compensation. Les ressources du Trésor ont totalisé 37 milliards de dirhams, dont 9,6 milliards attribuables aux souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor.

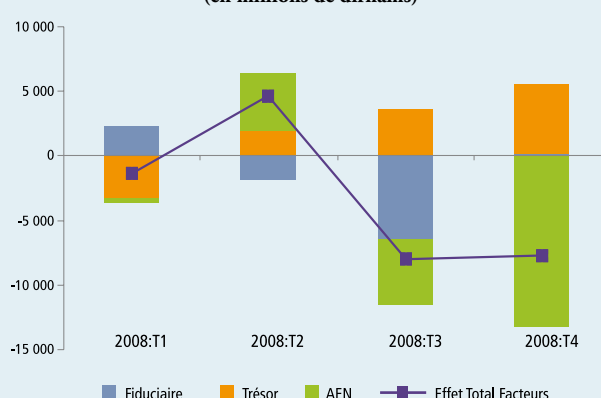
La circulation fiduciaire a été quasiment sans incidence sur les trésoreries bancaires au cours de ce trimestre enregistrant une augmentation de 218 millions de dirhams seulement.

Globalement, les facteurs autonomes ont exercé un effet restrictif de 7,7 milliards de dirhams sur les trésoreries bancaires. Par ailleurs, le montant des réserves obligatoires a enregistré une augmentation de 203 millions de dirhams, exerçant peu d'effet sur la liquidité bancaire.

**Graphique E 4.3 : Variation des réserves obligatoires (en millions de DH)**



**Graphique E 4.4 : Evolution de l'effet des facteurs de liquidité (en millions de dirhams)**

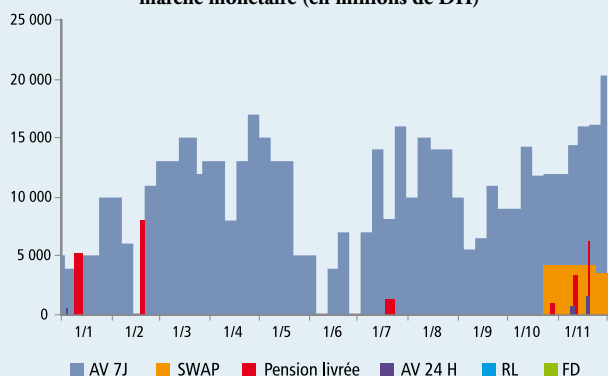


En vue de combler l'insuffisance des trésoreries bancaires qui atteint en moyenne 16,4 milliards au cours de ce trimestre, Bank Al-Maghrib est intervenue au moyen de divers instruments de politique monétaire pour un montant quotidien moyen de 16,6 milliards de dirhams. Le volume des injections de liquidités opérées par la Banque à travers les avances à 7 jours a atteint 13,6 milliards de dirhams, soit 82% du volume global de ses interventions.

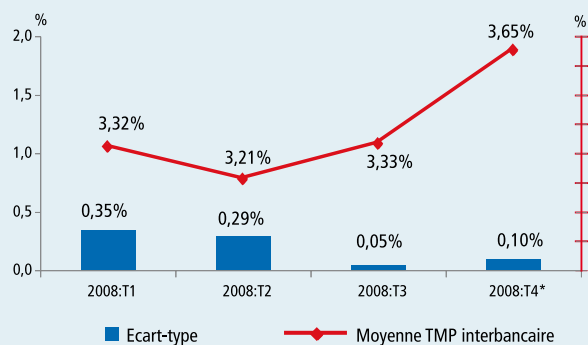
Compte tenu du caractère structurel de l'insuffisance de liquidité, la Banque a également conduit des opérations de swaps de devises dont le montant quotidien moyen a atteint 2,6 milliards de dirhams, représentant 16% du montant global des injections de liquidités.

En vue de contenir la pression à la hausse subie par le taux interbancaire principalement au cours du mois de novembre, la Banque a recouru aux opérations de réglage fin sous forme de prises en pension de bons du Trésor pour un montant quotidien moyen de 315 millions de dirhams (2% du volume global des interventions). Par ailleurs, les banques ont recouru aux avances à 24 heures pour un montant de 89 millions de dirhams en moyenne quotidienne.

**Graphique E 4.5 : Intervention de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire (en millions de DH)**



**Graphique E 4.6 : Evolution de la moyenne et de l'écart-type du TMP du marché interbancaire**



(\* Données arrêtées à fin novembre 2008)

Au cours de ce trimestre, le taux moyen pondéré s'est établi en moyenne à 3,65%, en hausse de 32 points de base par rapport au trimestre précédent en raison :

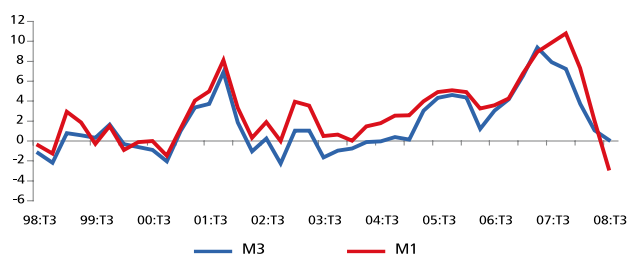
- de la décision prise par le Conseil de Bank Al-Maghrib du 23 septembre d'augmentation du taux directeur à 3,50%,
- de l'augmentation de l'insuffisance des trésoreries bancaires.
- de l'augmentation des besoins de financement de certaines banques de la place,
- de l'insuffisance de collatéral disponible chez certaines banques.

En conséquence, la volatilité du TMP a également augmenté de 5 points de base s'établissant à 0,10% contre 0,05% précédemment.

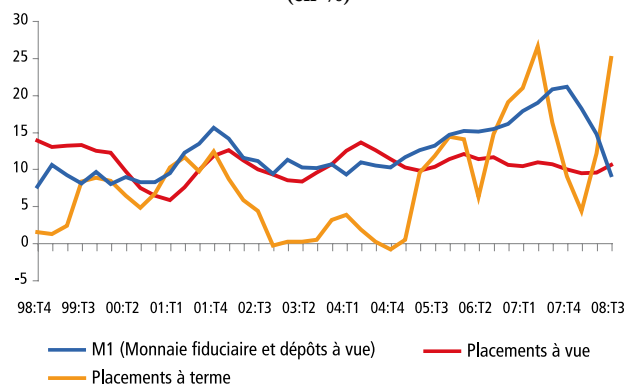
Après avoir enregistré une croissance annuelle de 12,4% au troisième trimestre 2008, au lieu de 13,4% un trimestre auparavant, l'agrégat M3 a accusé une baisse mensuelle ponctuelle en octobre, ramenant ainsi sa progression en glissement annuel à 9,3%, sous l'effet de la contraction des dépôts à terme du secteur public (Cf. Encadré 4.2). En excluant ce secteur, les placements à terme affichent une croissance annuelle de 13,2%, reflétant la poursuite des mouvements de réallocation des encaisses liquides vers les actifs rémunérés, qui a eu comme corolaire le ralentissement de la croissance des dépôts à vue, revenue en glissement annuel à 8,7% en octobre.

La structure des comptes à vue par catégories de déposants indique que le ralentissement concerne l'ensemble des agents non financiers, en particulier les entreprises dont les encaisses en monnaie scripturale n'ont augmenté que de 3,5% en glissement annuel en octobre, au lieu de 4,2% au cours du troisième trimestre. Pour leur part, les comptes à vue des particuliers ont vu leur rythme de progression annuelle revenir à 6,9% en octobre, après 10,6% au troisième trimestre 2008.

**Graphique 4.4 : Excédent monétaire (en pourcentage de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en terme réels)**



**Graphique 4.5 : Evolution annuelle des composantes de M3 (en %)**



## Crédit bancaire

Après avoir connu une hausse exceptionnelle à partir du troisième trimestre 2006, puis une stabilité autour d'un niveau élevé de 28% entre le troisième trimestre 2007 et le deuxième trimestre 2008, le rythme annuel de croissance du crédit bancaire<sup>1</sup> s'est inscrit en légère décélération, s'établissant à 26,5% au troisième trimestre et en octobre.

La ventilation du crédit bancaire par agent économique fait ressortir un ralentissement des crédits destinés aux particuliers tandis que le rythme de ceux accordés aux entreprises est resté quasiment stable. Pour leur part, les concours alloués au secteur public ont atteint un niveau particulièrement élevé en octobre, sous l'effet du prêt à caractère financier accordé par un consortium bancaire à l'OCP (Cf. Encadré 4.2). Compte non tenu de cette opération, l'évolution annuelle du crédit bancaire se maintient toutefois à un rythme rapide de 25%.

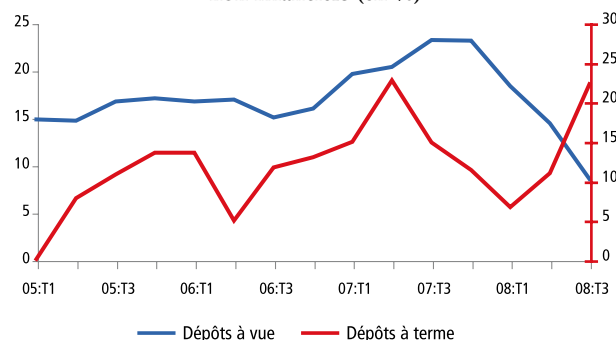
L'analyse par objet économique montre qu'en dépit de la légère décélération observée au troisième trimestre 2008 et en octobre, la dynamique de l'ensemble des catégories de crédit demeure vigoureuse.

Les rythmes de progression des prêts immobiliers et des crédits à la consommation, qui se situaient en 2007 à un niveau largement supérieur à la croissance totale du crédit, ont poursuivi leur ralentissement graduel, quoique de faible ampleur, pour s'établir respectivement à 34,4% et à 32% en octobre. En revanche les facilités de trésorerie et les crédits à l'équipement, destinés principalement aux entreprises, ne semblent pas connaître de tendances fondamentales à la décélération. Leurs taux de croissance ont en effet fluctué autour du rythme de croissance global du crédit bancaire.

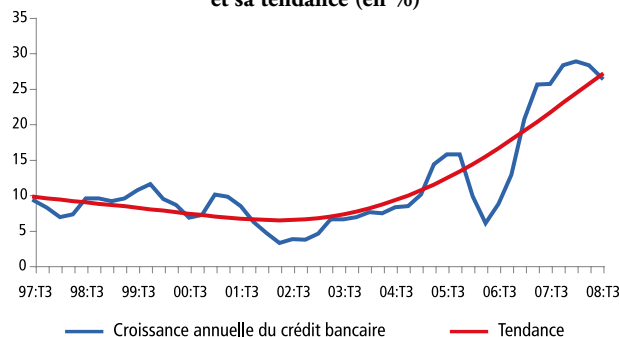
Le recul du rythme de distribution du crédit observé au troisième trimestre et en octobre 2008 marquerait l'amorce d'un cycle de ralentissement

<sup>1</sup> Les données du crédit bancaire communiquées dans le cadre de ce rapport diffèrent de celles publiées dans les statistiques monétaires. Des traitements comptables ont été effectués afin de préciser la ventilation du crédit par objet économique, à travers le reclassement de certains prêts accordés aux promoteurs immobiliers dans la rubrique « Crédits immobiliers ». De même, le crédit accordé à l'OCP dans le cadre du financement de l'externalisation de sa caisse de retraite a été reclassé dans la catégorie « Autres » au lieu de la catégorie « Crédits à l'équipement ».

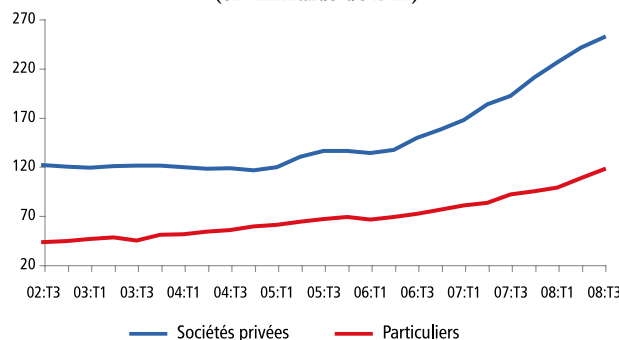
Graphique 4.6 : Evolution annuelle des dépôts à vue des agents non financiers (en %)



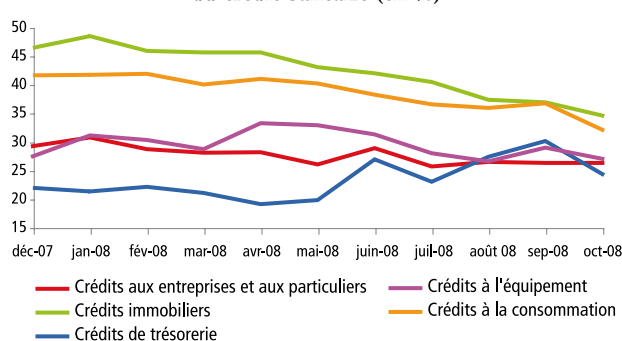
Graphique 4.7 : Croissance annuelle du crédit bancaire et sa tendance (en %)



Graphique 4.8 : Structure des crédits par agent économique (en milliards de DH)



Graphique 4.9 : Croissance annuelle des différentes catégories du crédit bancaire (en %)



qui est appelé à se poursuivre au cours de l'exercice prochain pour ramener le taux de croissance des concours bancaires à un niveau plus proche de celui de la croissance économique nominale. En effet, selon les résultats de l'enquête semestrielle de Bank Al-Maghrib auprès des directeurs généraux des banques, l'accroissement annuel du crédit s'établirait à 23% à fin décembre 2008, au lieu de 29% en 2007, avant de revenir à 16% à fin 2009.

Le ralentissement ainsi envisagé concernerait l'ensemble des catégories de crédit à l'exception des prêts à l'équipement qui, après une faible hausse durant les deux derniers mois de 2008, marqueraient de nouveau une forte expansion en 2009, culminant en fin d'année à un niveau supérieur de 26% à celui de décembre 2008.

### Autres sources de création monétaire

Dans le prolongement du mouvement observé depuis le quatrième trimestre 2006, les avoirs extérieurs nets ont accusé un net ralentissement au troisième trimestre 2008 avant de baisser de 3,2% en glissement annuel au terme du mois d'octobre et ce, pour la première fois depuis plusieurs années. Cette évolution, qui recouvre un tassement des avoirs extérieurs nets de Bank AL-Maghrib et une nette contraction de celles des banques en octobre, est imputable essentiellement à l'aggravation du déficit commercial et au tassement des recettes de voyages et des transferts des MRE.

Concernant les créances nettes sur l'Etat, malgré la hausse ponctuelle observée en octobre, leur niveau demeure inférieur de 7,3% à celui atteint à fin octobre 2007, sous l'effet principalement du mouvement de désendettement du Trésor auprès des banques observé au cours des trois premiers trimestres.

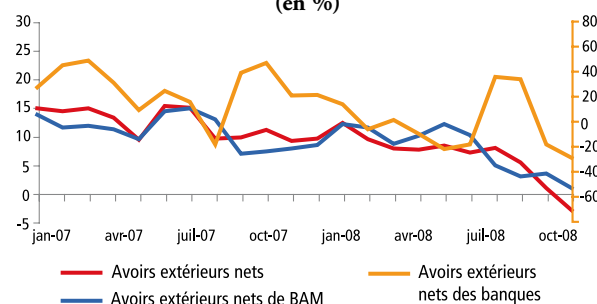
Par ailleurs, le mois d'octobre a été marqué par la forte hausse des ressources à caractère non monétaire des banques, notamment leurs emprunts financiers. Cet impact a résulté du retrait du circuit monétaire d'une grande partie des placements à terme du secteur public (Cf. Encadré 4.2), qui a été placée de nouveau auprès des banques sous forme d'actifs non inclus dans la masse monétaire.

Tableau 4.3 : Evolution prévisionnelle des crédits bancaires

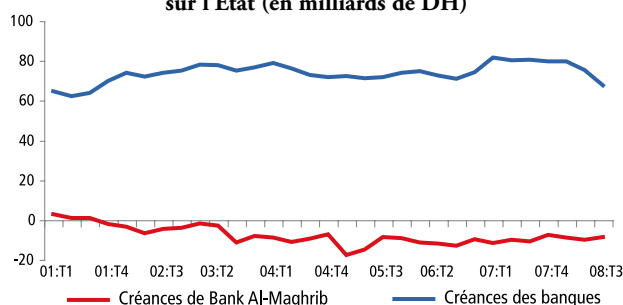
	Encours en milliards de DH				Variations (glissement annuel en %)			
	déc. 07	oct. 08	déc. 08	déc. 09	oct. 08 oct. 07	déc. 07 déc. 06	déc. 08 déc. 07	déc. 08 déc. 09
Encours de crédits	422,6	506,1	518,7	602,5	26,1	29,1	22,7	16,2
Prêts aux sociétés de financement	42,0	49,0	50,8	55,3	23,2	49,9	20,9	9,0
Crédits de trésorerie	115,9	140,7	145,1	168,0	24,2	21,8	25,2	15,8
Crédits à l'équipement	81,4	93,6	96,9	121,9	26,8	27,3	19,1	25,7
Crédits à la consommation	19,7	24,6	25,8	33,0	32,0	41,4	31,2	28,1
Crédits immobiliers	119,9	149,0	153,0	176,3	34,4	46,3	27,7	15,2
Créances en souffrance	33,3	31,4	31,0	31,7	-9,7	-6,4	-6,8	2,2
Autres crédits	10,4	17,9	16,0	16,1	73,9	18,8	53,3	0,9

Source : Prévisions des banques, enquête de BAM

Graphique 4.10 : Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets (en %)



Graphique 4.11 : Evolution trimestrielle des créances nettes sur l'Etat (en milliards de DH)



### Encadré 4.2 : Impact sur la monnaie et ses contreparties de l'opération d'externalisation de la caisse interne de retraite de l'OCP en octobre 2008

L'opération d'externalisation de la caisse interne de retraite de l'OCP vers le RCAR (Régime Collectif d'Allocation de Retraite), filiale de la CDG, portant sur le montant de 28 milliards de dirhams, a été réalisée en date du 21 octobre 2008.

Cette opération a été financée à hauteur de 21,1 milliards de dirhams sur ressources propres de l'OCP- par l'affectation d'une fraction de ses dépôts à terme et par le rachat de titres d'OPCVM- et pour le reliquat par recours au crédit bancaire. Pour éviter tout impact sur la liquidité bancaire, la restitution par la CDG de près de 90% du montant total au système bancaire a été effectuée à la même date en concertation avec Bank Al-Maghrib et l'OCP, à travers des opérations de pensions livrées.

Cependant, de par les changements notables subis par la structure du bilan bancaire suite à cette opération, l'effet sur la masse monétaire et ses contreparties a été important. Ainsi, M3 a accusé entre septembre et octobre une baisse de 5,8 milliards et le passif non monétaire des banques s'est élargi de près de 11 milliards. De même, le crédit bancaire a marqué une hausse mensuelle de 2,7%. Enfin, les OPCVM monétaires, qui étaient en hausse quasi-continue depuis plusieurs trimestres, ont accusé une baisse de 3 milliards en octobre.

### Placements liquides

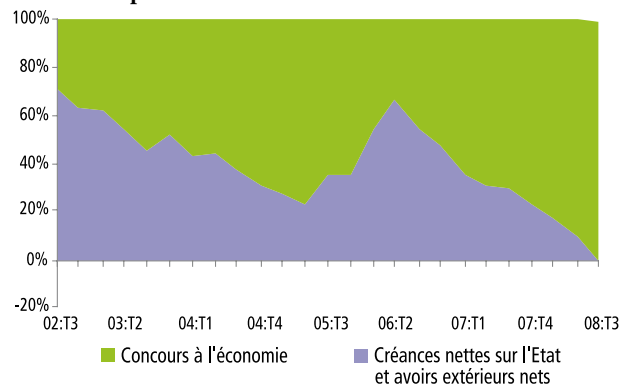
Au terme du mois d'octobre 2008, l'encours des placements liquides reste supérieur de 4,6% par rapport à celui enregistré au même mois de l'année 2007, en dépit des baisses observées au cours des deux derniers mois.

Au cours du troisième trimestre, l'évolution des placements liquides a été de nouveau marquée par l'accroissement des titres des OPCVM monétaires dont l'encours a atteint 22,7 milliards, soit quasiment 50% du total des titres des OPCVM détenus par les agents non financiers. La hausse des rendements sur le marché monétaire et le caractère plus liquide de ces instruments semble expliquer leur attrait, au détriment des titres des OPCVM obligataires dont l'encours est revenu à 18,7 milliards au lieu de 25,9 milliards un an auparavant.

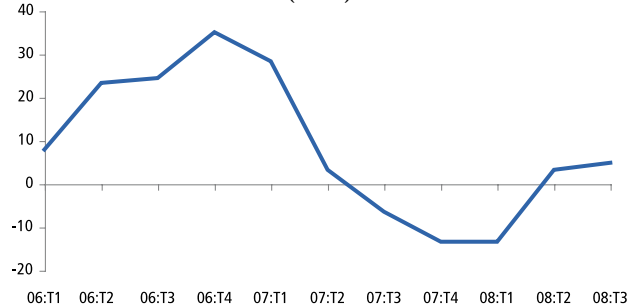
Le dynamisme des titres des OPCVM monétaires a été toutefois ponctuellement interrompu en octobre, leur encours ayant connu une contraction de 3 milliards d'un mois à l'autre. Au même titre que les dépôts à terme, cette baisse a résulté du retrait par l'OCP d'une grande partie de ses placements rémunérés dans le cadre du financement de l'externalisation de sa caisse de retraite.

Quant aux titres des OPCVM actions et diversifiés, ils ont poursuivi leur ralentissement, affichant au troisième trimestre 2008 une hausse annuelle limitée à 4,9% avant d'accuser, entre septembre et octobre, une forte baisse de 20,6%, en raison du recul de la performance des cours sur la bourse de Casablanca.

Graphique 4.12 : Contribution relative des principales contreparties à la croissance de la masse monétaire



Graphique 4.13 : Evolution annuelle des placements liquides (en %)





### 4.1.3 Taux de change

Au terme du troisième trimestre de l'année 2008 et par rapport au trimestre précédent, la monnaie nationale s'est inscrite, en moyenne, en hausse, de 0,88% face à la livre sterling, de 0,62% vis-à-vis de l'euro et de 0,59% à l'égard du franc suisse. Elle s'est, en revanche, dépréciée de 3,20% contre le dollar et de 0,49% par rapport au yen japonais.

Cette évolution s'est poursuivie en octobre et novembre. Le dirham s'est inscrit, en moyenne, en hausse de 2,56% à l'égard de l'euro et s'est déprécié de 11,36% contre le dollar.

Le taux de change effectif nominal du dirham, calculé à partir des taux de change bilatéraux vis-à-vis des principaux partenaires du Maroc, est resté quasiment stable par rapport à son niveau du trimestre précédent. Par contre, l'évolution défavorable du différentiel d'inflation s'est traduite par une très légère appréciation du taux de change effectif réel de 0,17% par rapport au dernier trimestre.

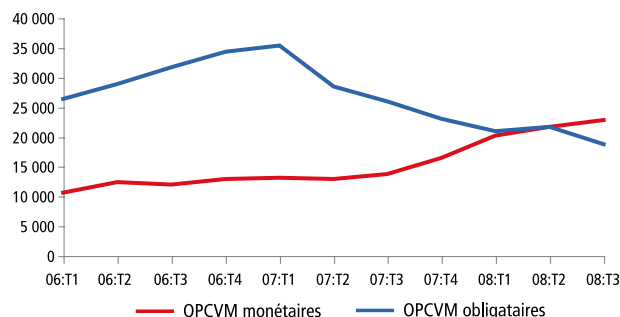
## 4.2. Prix des actifs

Au terme du troisième trimestre de l'année 2008, l'indice MASI et celui du secteur immobilier ont sensiblement diminué respectivement de 12% et de près de 21% par rapport au trimestre précédent, ramenant leur performance depuis le début de l'année à -1,6% et à -6,7%. A l'issue des mois d'octobre et de novembre, ces indices ont poursuivi leur rythme d'évolution en affichant des baisses respectives de 11% et de 19,1%.

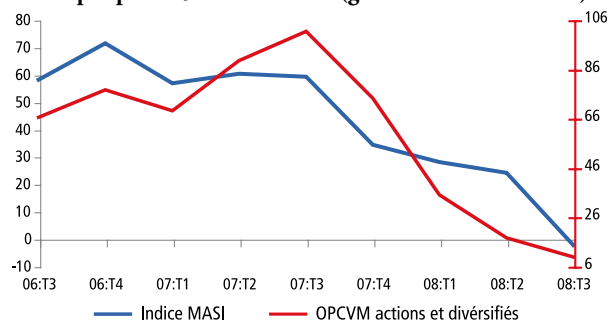
Le volume des transactions a, pour sa part, augmenté de 6,2% pour atteindre 43,8 milliards de dirhams. Au terme des deux premiers mois du quatrième trimestre 2008, le chiffre d'affaires boursier est resté limité à 32,4 milliards de dirhams.

La capitalisation boursière, a quant à elle, accusé une baisse sensible 9,4% pour se situer à 598,6 milliards de dirhams. A l'issue du mois de novembre, la capitalisation boursière a poursuivi sa diminution pour s'établir à 543,6 milliards de dirhams.

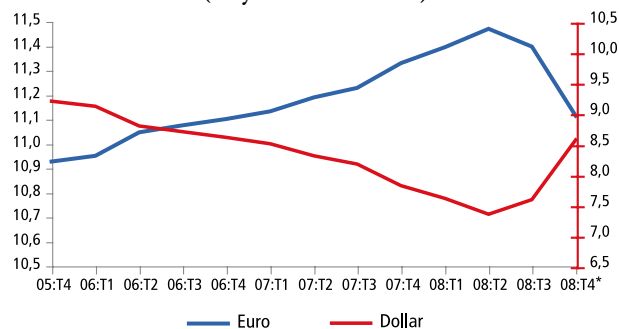
Graphique 4.14. : Evolution des titres des OPCVM monétaires et obligataires (en millions de DH)



Graphique 4.15 : PL4 et Masi (glissement annuel en %)

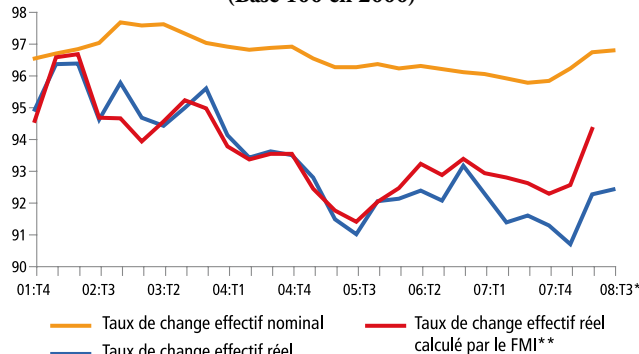


Graphique 4.16 : Taux de change du dirham (moyennes mensuelles)



\* Le quatrième trimestre 2008 correspond à la moyenne arithmétique des données des mois d'octobre et de novembre

Graphique 4.17 : Taux de change effectif\* (Base 100 en 2000)



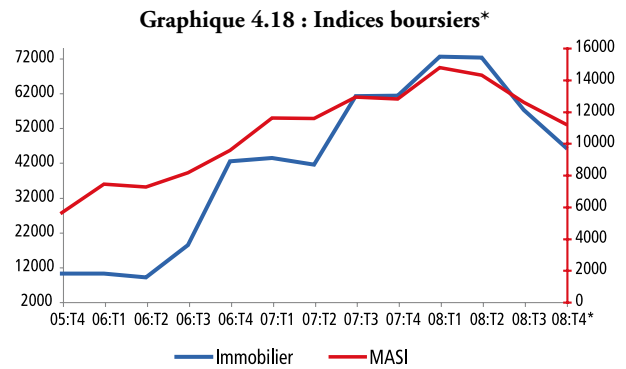
\* Données provisoires

\*\* Données du deuxième trimestre 2008

Source : FMI, calculs de BAM

Quant au PER de la place de Casablanca, il est revenu de 20,1 à 17,7 d'un trimestre à l'autre, en liaison avec la dépréciation des cours, mais demeure supérieur à celui des bourses étrangères, y compris celui des pays émergents.

Pour ce qui est des actifs immobiliers, il ressort des informations disponibles parcellaires, que le secteur semble enregistrer une certaine stagnation des prix, notamment pour les logements haut standing.



\* Le quatrième trimestre 2008 est arrêté à fin novembre 2008

**Tableau 4.4 : Valorisation du marché des actions**

PER	07:T3	07:T4	08:T1	08:T2	08:T3
Afrique du Sud	13,12	12,38	12,71	13,36	9,76
Argentine	20,63	19,17	2,58	2,61	8,94
Egypte	15,62	18,54	15,87	14,7	13,28
Euro stoxx 50	12,9	12,5	10,5	11,14	9,45
Hongrie	13,5	13,2	10,36	9,13	7,51
<b>Maroc</b>	<b>22,9</b>	<b>22,2</b>	<b>21,2</b>	<b>20,1</b>	<b>17,7</b>
Taiwan	22,57	20,26	18,36	12,91	9,58
Turquie	16,06	17,33	8,36	6,89	6,96

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



## 5. ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

La tendance baissière observée au niveau de l'inflation et de l'inflation sous-jacente depuis le mois d'août dernier confirme les prévisions de Bank Al-Maghrib qui tablaient sur un ralentissement du rythme de progression du niveau général des prix après le troisième trimestre 2008. En effet, après avoir atteint un pic de l'ordre de 4,6% au deuxième trimestre de l'année, l'inflation a par la suite été marquée par un mouvement de décélération au cours des trois derniers mois, passant de 4,8% en août à 3,9% en septembre puis à 3,5% en octobre. Le même trend baissier a été ressenti au niveau de l'inflation sous-jacente qui est revenue de 4,9% au deuxième trimestre à, successivement, 4,4%, 3,5% et 3,4% au cours des trois derniers mois. L'évolution récente des prix a été très largement tirée par celle des prix des biens échangeables, en particulier les prix des produits alimentaires de base, ces derniers ayant été impactés par la baisse des cours des matières premières sur les marchés internationaux. De son côté, la hausse des prix des biens non échangeables est restée quasiment inchangée autour de 2,6%, l'effet de diffusion des prix des intrants échangeables vers les non échangeables ayant commencé à se stabiliser au cours des trois derniers mois. Pour leur part, les prix des produits frais ont également contribué à la réduction du niveau d'inflation et ce, en affichant un net ralentissement de leur rythme de progression depuis le mois d'août dernier. La tendance baissière de l'inflation est également confirmée par l'évolution des prix à la production qui ont été affectés par le mouvement de ralentissement global des cours du pétrole et des matières premières non-énergétiques importées.

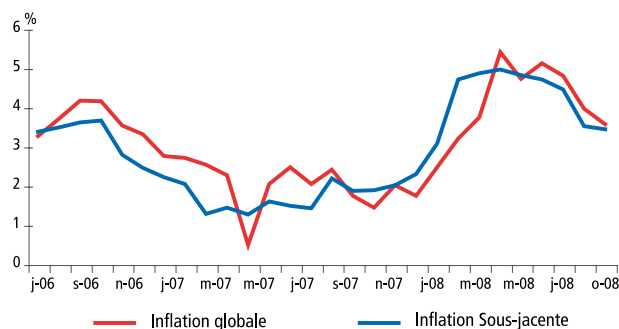
### 5.1 Evolution de l'inflation

Au cours des trois derniers mois, l'inflation en glissement annuel a poursuivi son ralentissement en passant de 4,8% en août à 3,9% en septembre puis à 3,5% en octobre 2008. Cette évolution est essentiellement attribuable à la décélération des prix des produits alimentaires de base entre août et octobre. Elle est également imputable au ralentissement du rythme de progression des prix des produits frais pour le troisième mois consécutif. S'agissant de l'inflation sous-jacente, elle a enregistré une nette décélération entre août et septembre, passant de 4,4% à 3,5% avant d'afficher une quasi-stabilisation à 3,4% en octobre.

L'inflation sous-jacente a été impactée en grande partie par l'évolution des prix des produits alimentaires de base et dans une moindre mesure par le ralentissement des prix des biens d'équipement et de la rubrique « autres biens et services ». Hors produits alimentaires de base, l'inflation sous-jacente est restée quasiment stable en passant de 1,8% en août à 1,7% en octobre. Par ailleurs, l'inflation sous-jacente est demeurée inférieure à l'inflation globale depuis le mois de juillet parce qu'elle ne tient pas compte des effets directs des hausses qui ont touché certains produits, notamment les prix du carburant en juillet et ceux du tabac en août.

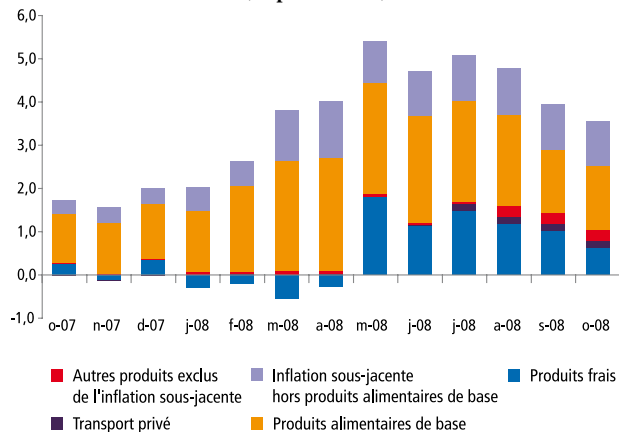
L'analyse de l'évolution des prix par principales rubriques montre une poursuite de la décélération des prix des produits frais au cours des trois derniers

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



Sources : HCP et calculs de BAM

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



Sources : HCP et calculs de BAM

mois (5,1% en août, 4,4% en septembre et 2,6% en octobre), qui est imputable, en majeure partie, à l'évolution des prix des légumes et des fruits frais.

Pour leur part, les prix des produits alimentaires de base ont dans l'ensemble connu un net ralentissement de leur rythme de progression annuel, passant de 15,3% en août à 10,2% en septembre et octobre. Ainsi la hausse des prix des céréales est revenue de 19,9% en août à 13,1% en octobre, celle des produits laitiers de 3,4% à 0,5% et celle des corps gras de 17,1% à 13,3%. Ce mouvement est lié à la poursuite de l'accalmie des prix des matières premières au niveau international qui s'est transmise aux prix domestiques, par le biais d'une atténuation du rythme d'évolution des prix à l'import des produits alimentaires. Cette contraction est liée également à l'effet de base du au renchérissement important qu'ont connu ces produits au cours du premier semestre 2007.

Par ailleurs, les tarifs du transport privé, dont l'évolution dépend de celle des carburants, ont enregistré le même taux de croissance que celui des trois mois précédents, soit 6,1% et ce, en raison de l'effet de base de la hausse des tarifs de l'essence super en juillet dernier. En revanche, la chute actuelle des cours du pétrole sur les marchés internationaux n'a pas été encore répercutée sur les prix domestiques.

D'autres rubriques ont contribué au ralentissement observé de l'inflation en général et de l'inflation sous-jacente en particulier. Il s'agit notamment des prix des biens d'équipement (de 2,8% en août à 2,4% en octobre) dans un contexte de ralentissement de l'activité économique mondiale et des prix des « autres biens et services » (de 2,7% en août à 2,4% en octobre).

## 5.2 Biens et services

La décomposition de l'inflation en biens-services fait ressortir un maintien de la tendance baissière en glissement annuel des prix des biens transformés, revenant de 4,2% en août à 3,4% en octobre. Cette évolution résulte, essentiellement, de la décélération observée au niveau des prix de tous les produits alimentaires de base, due en partie à un effet de base favorable. Les prix domestiques de ces produits reflètent le retournement à la baisse

Tableau 5.1 : L'inflation et ses composantes

	Variation mensuelle (%)			Glissement annuel (%)		
	août 08	sept. 08	oct. 08	août 08	sept. 08	oct. 08
<b>Inflation globale</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>4,8</b>	<b>3,9</b>	<b>3,5</b>
- Produits frais	0,5	1,4	-0,5	5,1	4,4	2,6
- Transport privé	0,1	0,1	0,1	6,1	6,1	6,1
- Autres produits exclus de l'inflation sous-jacente	3,8	0,1	0,0	4,8	5,1	4,9
<b>Inflation Sous-jacente</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>4,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>
<i>dont :</i>						
- Produits alimentaires de base	0,3	0,9	-0,5	15,3	10,2	10,2
- Autres produits alimentaires	0,3	0,7	-0,2	3,8	4,0	3,8
- Habillement	0,2	0,4	0,1	1,8	1,9	1,7
- Habitation	0,0	0,1	0,1	0,7	0,7	0,7
- Equipement	0,1	0,1	0,1	2,8	2,7	2,4
- Soins médicaux	0,1	0,0	0,0	0,3	0,3	0,2
- Transport en commun et communication	0,1	-0,1	0,0	2,0	1,8	1,8
- Loisirs et cultures	0,0	0,7	0,4	1,7	1,7	2,0
- Autres biens et services	0,4	0,1	0,0	2,7	2,7	2,4

Sources : HCP et calculs de BAM

Tableau 5.2 : Evolution des indices des prix des biens et services

	Variation mensuelle (%)			Glissement annuel (%)		
	août 08	sept. 08	oct. 08	août 08	sept. 08	oct. 08
Biens transformés	0,9	0,7	-0,2	4,2	4,0	3,4
Biens non transformés et autres	0,4	1,0	-0,4	8,7	6,3	5,3
Services hors transport privé	0,1	0,2	0,1	1,5	1,5	1,4
Transport privé	0,1	0,1	0,1	6,1	6,1	6,1

Sources : HCP et calculs de BAM

de la tendance des cours des matières premières alimentaires sur les marchés mondiaux.

L'atténuation du rythme d'évolution de l'inflation est également observée au niveau des prix des « biens non transformés et autres ».

Ils ont ainsi enregistré un recul du taux d'accroissement annuel de 8,7% en août à 5,3% en octobre, traduisant l'évolution de certains produits frais, notamment les légumes (de 5,8% en août à -3,7% en octobre) et les fruits frais (de 5,2% à 0,1%).

Par ailleurs, le rythme de progression des prix des services hors transport privé s'est stabilisé autour de 1,5% au cours des mois d'août et de septembre avant d'enregistrer une légère atténuation à 1,4% en octobre. Cette quasi-stagnation traduit, d'une part, une décélération des prix des « consultations médicales » de 1,6% en août à 1% en octobre et des tarifs des « restaurants, cafés et hôtels » de 2,9% à 2,3% et, d'autre part, une accélération des tarifs relatifs à la rubrique « enseignement » de 1,7% à 2,1%.

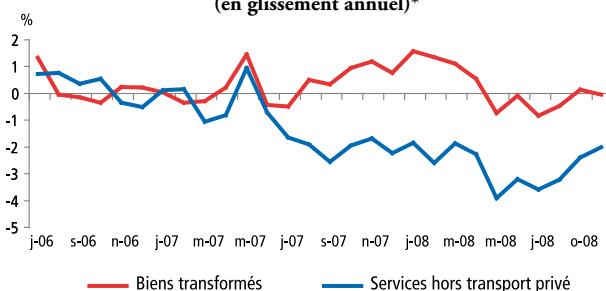
La poursuite du ralentissement du rythme d'évolution des prix des biens transformés et la stabilité de l'évolution des prix des services hors transport privé ont permis de réduire l'écart relatif entre les deux indices. Il est ainsi passé de 2,8 points de pourcentage en août à 2,5 points en septembre puis à 2 points en octobre 2008. La poursuite de ce mouvement pourrait se traduire dans les prochains trimestres par une dissipation progressive de l'effet de diffusion vers les prix des services.

La contribution globale des biens transformés et non transformés à l'inflation globale en glissement annuel a été de l'ordre de 3,3 points en moyenne des trois derniers mois et de 2,8 points en octobre. Pour leur part, les services, y compris le transport privé, ont contribué à l'inflation globale à hauteur de 0,8 point aussi bien en moyenne des trois derniers mois qu'au cours du mois d'octobre.

### 5.3 Biens échangeables et non échangeables

La décomposition de l'indice du coût de la vie par nature de produits fait ressortir un ralentissement plus prononcé de l'inflation des biens échangea-

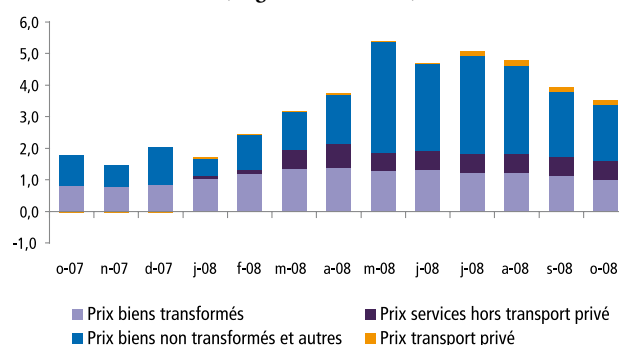
**Graphique 5.3 : Prix relatifs des biens transformés et des services hors transport privé par rapport à l'inflation (en glissement annuel)\***



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

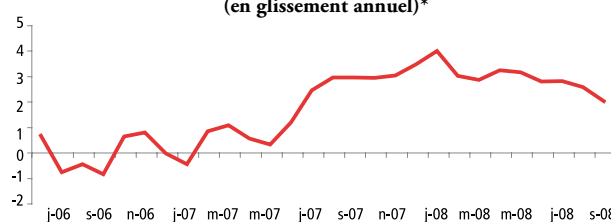
Sources : HCP et calculs de BAM

**Graphique 5.4 : Contributions des prix des biens et services à l'inflation (en glissement annuel)**



Sources : HCP et calculs de BAM

**Graphique 5.5 : Ecart des taux d'inflation entre biens transformés et services hors transport privé (en glissement annuel)\***



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

Sources : HCP et calculs de BAM

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

	Variation mensuelle (%)			Glissement annuel (%)		
	août 08	sept 08	oct 08	août 08	sept 08	oct 08
Biens échangeables	0,6	1,2	-0,6	7,5	5,4	4,4
Biens non échangeables	0,3	0,0	0,2	2,6	2,7	2,6

Sources : HCP et calculs de BAM

bles comparativement à celle des biens non échangeables. En octobre, l'indice des prix des biens échangeables a contribué, dans une moindre mesure, à la hausse de l'indice des prix, reflétant partiellement la détérioration de la conjoncture internationale défavorable qui se traduit par la baisse des prix des produits alimentaires de base. Il y a lieu de noter également que le différentiel d'inflation entre les deux indices s'est inscrit à son plus bas niveau depuis avril 2008.

Les prix des biens échangeables ont vu leur rythme de progression revenir de 5,4% à 4,4% et, contribué à hauteur de 1,96 point de pourcentage à l'inflation globale. Cette évolution s'explique par la décélération aussi bien des prix de certains produits frais, en l'occurrence, les poissons et les fruits que de ceux des produits alimentaires de base.

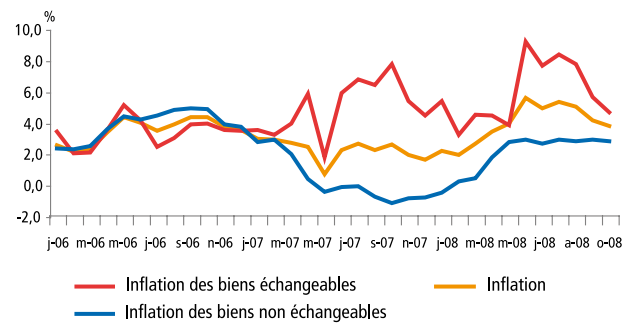
Pour leur part, la hausse des prix des biens non échangeables s'est stabilisée autour de 2,6% avec une contribution de l'ordre de 1,58 point de pourcentage à l'inflation. L'essentiel de cette évolution résulte, d'une part, de la baisse du rythme de progression des prix des viandes et, d'autre part, de la poursuite de l'effet de la diffusion de la hausse des prix vers certains services. Les augmentations les plus significatives ont concerné les tarifs des rubriques «transport privé», «enseignement», «soins et effets personnels» et «restaurants, cafés et hôtels».

## 5.4 Indice des prix à la production industrielle

L'analyse de l'évolution des prix à la production industrielle a fait état d'un léger apaisement des tensions sur les coûts de production et, par conséquent, sur les prix intérieurs. En effet, les évolutions récentes des cours des matières premières énergétiques et agricoles à l'échelle internationale ont entraîné une poursuite en octobre du ralentissement du taux de croissance, en glissement annuel, des prix des industries manufacturières, qui s'est établi à 16,4% après 22,5% en septembre. En dépit de ce recul, la progression des prix dans les principales branches manufacturières reste assez élevée.

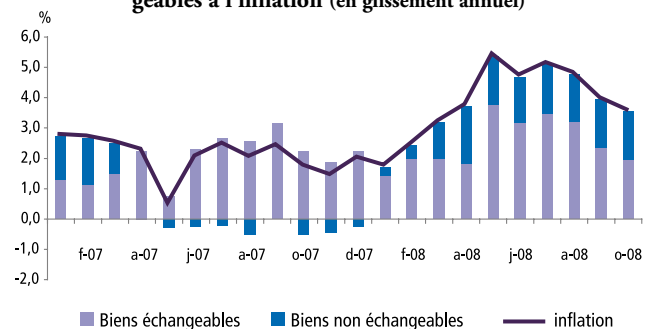
Cette décélération a résulté essentiellement de la baisse, entamée à partir d'août 2008, du rythme

Graphique 5.6 : Indices échangeables et des non échangeables (en glissement annuel)



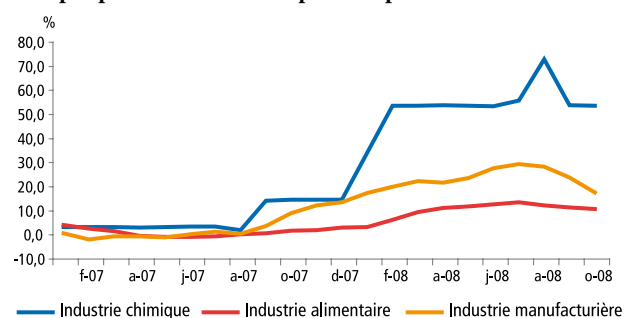
Sources : HCP et calculs de BAM

Graphique 5.7 : Contributions des échangeables et non échangeables à l'inflation (en glissement annuel)



Sources : HCP et calculs de BAM

Graphique 5.8 : Indices des prix à la production industrielle



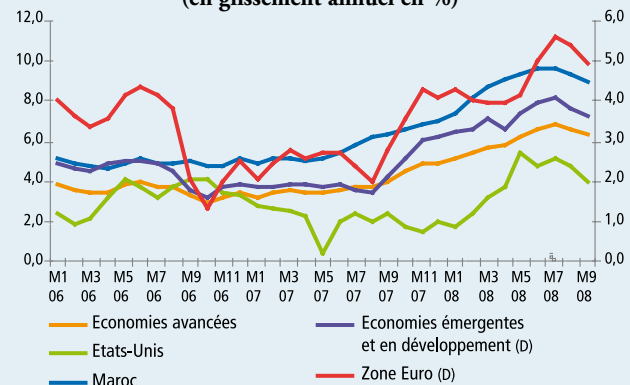
Sources : HCP et calculs de BAM

### Encadré 5.1 : Développements récents de l'inflation dans le monde

La tendance récente de l'inflation mondiale, à la baisse, se retrouve dans les différents groupements de pays: avancés, émergents et en développement. Cette évolution trouve son origine dans l'existence d'un certain nombre de facteurs en commun à l'échelle mondiale, à savoir, la chute des prix du pétrole et le comportement des prix internationaux des matières premières non-énergétiques et les retombées de la crise financière actuelle sur la croissance et la demande. En effet, jusqu'au deuxième semestre de l'année 2008, les effets de la flambée des cours du pétrole et des autres matières premières, surtout alimentaires et métallurgiques, ont impacté à la hausse l'inflation dans les différents pays. Cette augmentation a, évidemment, été plus marquée dans les pays ayant une forte demande pour ces produits. Plus particulièrement, le poids des produits alimentaires est plus important dans le panier de consommation des ménages dans les pays émergents que dans les pays avancés. Le Maroc n'a pas fait exception. De même, que nos principaux partenaires ont également été affectés par cette évolution. Ainsi, le taux d'inflation entre janvier 2007 et juillet 2008 est passé de 2,7% à 5,1% pour le Maroc, de 1,8% à 4,1% en zone Euro et de 2,1% à 5,6% aux Etats-Unis d'Amérique. L'explosion des cours du pétrole et des matières premières trouve son origine dans plusieurs éléments interdépendants, notamment la baisse des capacités de production et des réserves, la forte demande surtout de la part des pays émergents comme la Chine, ainsi que la spéculation financière. A ces facteurs s'ajoutent d'autres éléments liés à la demande additionnelle pour les produits agricoles de base destinés à la production des biocarburants. A l'instar du Maroc, cette montée en flèche des prix des produits alimentaires et énergétiques a provoqué dans les pays émergents une intensification des tensions inflationnistes et, par conséquent, des revendications à la hausse des salaires.

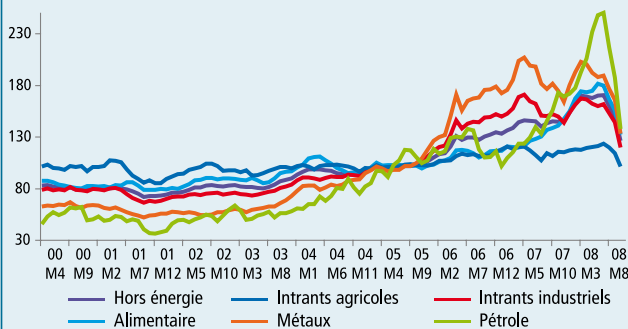
Après cette phase de tensions inflationnistes, le rythme de progression des prix dans les différents pays s'est inscrit en ralentissement et ce à partir du troisième trimestre de l'année 2008, après avoir atteint un pic au deuxième trimestre de la même année. Ce renversement de tendance est imputable aux effets de la crise financière en termes de ralentissement de la croissance et de tassement de la demande mondiale. Dans ce contexte, les pressions émanant des facteurs de coûts importés et de la demande étrangère ont été orientées à la baisse. Par conséquent, un recul du niveau d'inflation a été observé à partir du mois d'août 2008 et devrait, selon les prévisions du FMI, se poursuivre pendant les prochains trimestres (de 3,6% en 2008 à 1,4% en 2009 pour les pays avancés et de 9,2% à 7,1% pour les pays émergents et en développement). Cependant, il subsiste des facteurs d'incertitude quant à l'évolution future de l'inflation qui ont trait à la volatilité élevée des prix des matières premières et à la persistance de l'effet de la crise financière.

Graphique E 5.1: L'inflation par groupement de pays (en glissement annuel en %)



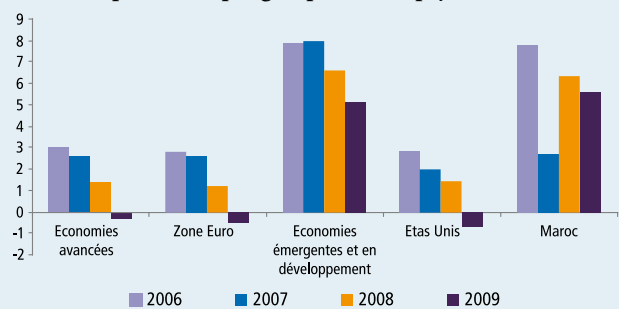
Sources : FMI, HCP et calculs de BAM

Graphique E 5.2 : Prix des matières premières énergétiques et non énergétiques (indice base 100=1980)



Source : World Economic Outlook (octobre et novembre 2008)

Graphique E 5.3 : Croissance observée du PIB et prévisions pour 2009 par groupement de pays (en %)



Source : World Economic Outlook (octobre et novembre 2008)

annuel de progression des prix de la branche cokéfaction et raffinage de 45,1% à 23,0%, avec une contribution de l'ordre de 6,3 points de pourcentage à la hausse de l'indice de référence.

Hors raffinage du pétrole, l'accroissement des prix des industries manufacturières a affiché une tendance à la baisse, en glissement annuel, pour le deuxième mois consécutif, revenant de 14,4% à 13,9%, sous l'effet du repli du taux de progression des prix de la branche « industrie alimentaire » de 10,2% à 9,4%, alors que la hausse annuelle des coûts de production de la branche « industrie chimique » est demeurée inchangée mais à un niveau relativement élevé de 52,5%.

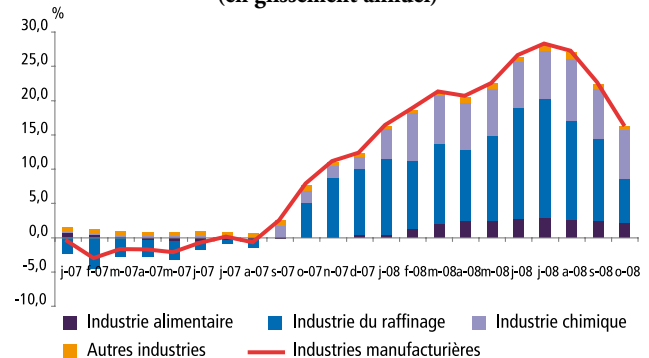
Ce ralentissement était en partie prévisible, étant donné la conjoncture internationale actuelle marquée par une accalmie des cours des principales matières premières agricoles et énergétiques. Ces derniers, après avoir atteint des niveaux historiquement élevés durant la première moitié de l'année 2008, ont commencé à enregistrer, à partir de juillet 2008, un reflux.

Dans les autres branches non productrices d'énergie, les coûts de production de l'industrie métallurgique ont connu une augmentation modérée de 1% après celle de 1,8%, tandis que ceux de la branche « travail des métaux » se sont inscrits en hausse de 8,5% après celle de 14,4%.

A l'origine de ce mouvement, il y a lieu de signaler le recul du taux d'accroissement des prix de certains intrants, notamment l'aluminium, le cuivre et le zinc. Pour sa part, le rythme annuel de variation des prix de la branche « industrie textile » est resté stable à 0,3%.

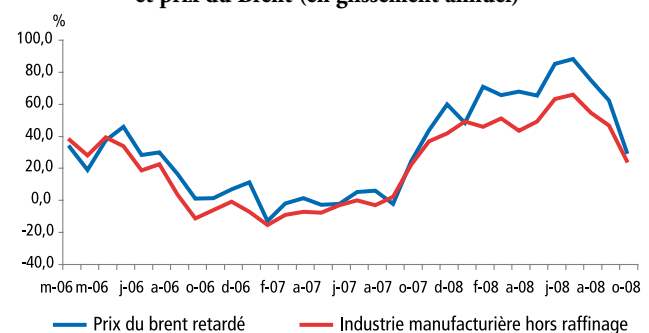
Les résultats de l'enquête de conjoncture de BAM du mois d'octobre viennent corroborer ces analyses en confirmant la poursuite de la tendance baissière des prix des produits finis entamée en août. Pour les trois prochains mois, les chefs d'entreprises tablent sur une baisse des prix sauf dans les industries du textile et du cuivre.

**Graphique 5.9 : Contribution des principales rubriques à l'indice des prix à la production manufacturière (en glissement annuel)**



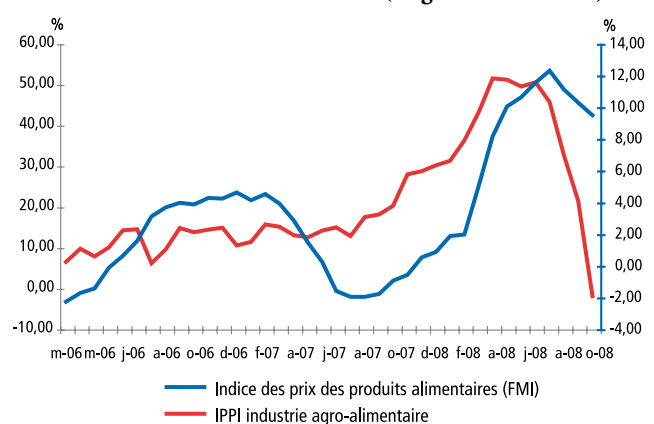
Sources : HCP et calculs de BAM

**Graphique 5.10 : Indice de l'industrie de raffinage et prix du Brent (en glissement annuel)**



Sources : FMI, HCP et calculs de BAM

**Graphique 5.11 : Prix des produits alimentaires au Maroc et sur les marchés internationaux (en glissement annuel)**



Sources : FMI, HCP et calculs de BAM



## 6. PERSPECTIVES DE L'INFLATION

*Cette section présente l'évolution de l'inflation jugée la plus probable (prévision centrale) au cours des quatre 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. Dans un environnement caractérisé par une baisse des prix des matières premières et par un ralentissement marqué de l'activité mondiale, et, compte tenu de l'impact de la dernière décision du Conseil du 23 septembre 2008, la prévision centrale à l'horizon des six prochains trimestres a été révisée à la baisse, en comparaison avec celles présentées dans le précédent Rapport sur la politique monétaire. 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 3%. Au terme de l'horizon de prévision, soit le premier trimestre de l'année 2010, l'inflation devrait se situer autour de 2,7%. Pour l'année 2009, nous anticipons un taux d'inflation de l'ordre de 2,9%. Le profil trimestriel de l'inflation au cours de l'année à venir indique une baisse continue de l'inflation au cours des deux premiers trimestres (3,5% puis 2,8%) puis une stabilisation aux alentours de 2,7% pour les deux derniers trimestres. Les risques et l'incertitude entourant la prévision centrale de l'inflation pour les prochains trimestres sont globalement orientés à la baisse, notamment du fait de la forte contraction de la demande extérieure. Toutefois, cette orientation probable est partiellement conditionnée par l'ampleur de la transmission de la baisse des cours mondiaux des matières premières aux prix domestiques, et, au plan interne, principalement, par les pressions sur le marché du travail.*

### 6.1 Hypothèses de Scénario de base

#### 6.1.1 Environnement international

Depuis le dernier Rapport sur la politique monétaire de septembre 2008, les principales institutions internationales ont revu à la baisse leurs prévisions de croissance de l'économie mondiale. Ce ralentissement est impulsé par les pays avancés, dont l'économie devrait connaître en 2009 la première contraction annuelle depuis plus de soixante ans. En effet, depuis le mois de septembre 2008, les effets des turbulences financières qui ont éclaté aux Etats-Unis au milieu de l'année 2007 ont été ressentis au niveau de l'ensemble du système financier mondial, et les tensions se sont propagées à l'économie réelle. Les actions massives des gouvernements américains et européens, ainsi que les baisses substantielles de taux décidées par les principales banques centrales, devraient contribuer à stabiliser la situation financière. Au-delà de l'effet direct de la crise financière, l'activité est de plus en plus freinée par la chute de la confiance, les ménages et les entreprises anticipant de plus en plus une période prolongée de perspectives médiocres en matière d'emplois et de bénéfices.

Dans ces conditions, un ralentissement sensible de la croissance mondiale est prévu pour 2008 et un léger redressement n'apparaîtrait que durant le

second semestre de l'année 2009. Les pays avancés seront en récession, ou en seront proches, au deuxième semestre de l'année 2008 et au début de l'année 2009, et le redressement attendu au courant de l'année 2009 sera graduel. Dans la plupart des pays émergents ou en développement, la croissance tomberait en-dessous de son niveau tendanciel. Ainsi, l'OCDE prévoit désormais des taux de croissance en 2008 de 1% pour la zone euro et de 1,4% pour les Etats-Unis, contre 1,3% et 1,8% précédemment, et des taux respectivement de -0,6% et -0,9% pour l'année 2009.

Aux Etats-Unis, l'activité devrait ralentir au premier semestre de l'année 2009, puis se redresser progressivement à mesure que l'impact de la crise du crédit s'atténue, que la baisse dans le secteur de l'immobilier prend fin et en relation avec les mesures de relance. Mais la reprise sera probablement lente, car la consommation devrait être freinée par la dépréciation des actifs réels et financiers.

Dans la zone Euro, la croissance sera durement touchée par le resserrement des conditions financières et l'effritement de la confiance. En effet, le durcissement des conditions financières, la faible progression des revenus et les effets de richesse négatifs dus à la baisse du prix des actions et des logements devraient freiner la consommation et l'investissement. Ensuite, la

reprise devrait être progressive et alimentée par les effets de l'assouplissement monétaire et des plans de relance.

Sur cette base, nous retenons comme scénario central dans le présent Rapport un taux de croissance de nos principaux partenaires (Allemagne, Espagne, France et Italie) de 0,9% en 2008 et de -0,5% en 2009. Ces taux constituent une importante révision à la baisse des hypothèses que nous avons retenues pour le précédent RPM, et qui étaient de 1,1% pour l'année 2008 et de 1,3% pour l'année 2009. Il est à noter que ce taux de croissance est calculé sur la base d'une moyenne pondérée des taux de croissance de nos principaux partenaires.

A l'horizon des deux prochaines années, l'inflation devrait refluer dans tous les pays de l'OCDE. Elle se situerait en-dessous de 1,8% pour l'année 2009, et certains pays seraient même exposés à un faible risque de déflation. Cette baisse devrait résulter de la combinaison d'un affaiblissement de la demande globale et d'un reflux des cours des matières premières. Dans la zone Euro, l'inflation diminuera vraisemblablement de manière significative pour revenir à un niveau conforme à l'objectif d'inflation de la BCE en début d'année prochaine, pour se situer aux alentours de 1,4% sur l'ensemble de l'année 2009.

### 6.1.2 Environnement national

La campagne agricole 2008-2009 étant à ses débuts et vu la complexité inhérente à la prévision de la production agricole, nous retenons comme hypothèse une production céréalière de 60 millions de quintaux pour la campagne agricole 2008-2009, équivalente à une campagne agricole moyenne, comme énoncé dans le précédent Rapport sur le politique monétaire du mois de septembre 2008. La même hypothèse est retenue pour la campagne suivante 2009-2010.

Un certain nombre d'indicateurs confortent ce scénario pour la présente campagne agricole, à savoir: un cumul pluviométrique et un taux de remplissage des barrages plus importants que ceux enregistrés à la même période de l'année 2007 (données arrêtées à fin novembre), des superficies semées plus importantes et une utilisation plus intense en intrants agricoles. La poursuite de

l'amélioration de ces indicateurs a impliqué la prise en compte d'une probabilité d'orientation vers la hausse de la campagne céréalière 2008-2009, par rapport au niveau de 60 millions de quintaux, ce qui a été intégré dans le cadre de la balance des risques de cet exercice de prévision mais aussi analysé à travers la formulation d'un scénario alternatif.

Sur la base des estimations de Bank Al-Maghrib, les effets d'une amélioration de la production agricole sur l'inflation sont mitigés et de faible ampleur. L'impact direct se traduit d'une part par une réduction de nos importations en céréales et un renforcement de l'offre domestique (réduction des tensions sur les prix) et d'autre part par un accroissement de la demande, principalement dans le milieu rural, et des pressions sur les salaires des travailleurs en milieu rural. Toutefois, la précocité de la campagne fait que la production agricole reste encore tributaire des précipitations du début de printemps et du niveau de rigueur de l'hiver.

Le scénario central retenu pour le présent exercice de prévision correspond à une hausse du PIB agricole de 10% en 2008. L'output gap agricole resterait dans ces conditions positif sur les six trimestres de l'horizon de prévision. La performance des secteurs non agricoles se poursuivrait à un rythme légèrement inférieur à la tendance des années passées, principalement du fait de la détérioration de l'environnement international.

Résultat d'une campagne agricole 2007-2008 en-dessous de la moyenne, le chômage en milieu rural s'est accentué au cours du troisième trimestre 2008 pour atteindre 3,9%. Globalement, le taux de chômage est resté stable du fait d'un regain sur le marché de l'emploi urbain. Concernant l'Indice Trimestriel des Salaires dans le secteur privé, calculé par le HCP, celui-ci indique une hausse des salaires réels de l'ordre de 0,8% en glissement annuel, ceci au deuxième trimestre 2008. Pour l'année 2009, les perspectives futures suggéreraient une reprise de la croissance de l'emploi du fait d'une relance de l'activité dans le secteur agricole. La hausse prévue du SMIG en juillet 2009 est intégrée dans le scénario central.

La détérioration des conditions dans les économies avancées a négativement impacté la demande mondiale en hydrocarbure. Ceci a entraîné une



tendance baissière des cours du brut qui devrait se poursuivre au cours de l'année prochaine. Les différentes mesures prises par les pays producteurs, dans un contexte de renforcement du dollar, ont jusqu'à présent été ineffectives pour redresser cette tendance. En conséquence, l'évolution du prix du pétrole pour l'année 2009 s'orienterait davantage à la baisse, avec une moyenne de 68\$ annoncée par le FMI pour l'ensemble de l'année 2009 et de 60\$ par l'OCDE. Les cours devraient par la suite augmenter pour atteindre 70\$ en moyenne pour l'année 2010. Ce niveau de prix, partagé par un ensemble d'Institutions et de banques internationales, est conforté par les évolutions sur le marché des futures qui indiquent des prix de l'ordre de 70\$ par baril de Brent pour 2009 et 95\$ pour 2010.

Au Maroc, hormis l'augmentation des prix de certains carburants intervenue en juillet de cette année, le gel du mécanisme d'indexation a permis de largement limiter l'effet de ces hausses sur le marché domestique. Ainsi, les charges de compensation, y compris pour les produits pétroliers devraient s'élever pour l'ensemble de l'année 2008 à 29,7 milliards de Dhs, ou 4,4% du PIB. Dans le cadre de la loi de Finances 2009, il est prévu de consacrer une enveloppe de 28,9 milliards de DH aux charges globales de la compensation, hors arriérés sur la base d'un scénario à 100\$ le baril, comparé aux 75\$ retenus dans le cadre de la Loi de Finances 2008.

L'incertitude découlant de la recomposition envisagée dès début 2009 de la gamme domestique des carburants et la tendance baissière des prix mondiaux d'hydrocarbures, rend plus complexe l'analyse des tendances futures du prix du gasoil à la pompe. Aussi, la prévision centrale suppose une stagnation du prix du gasoil à la pompe au prix de 7,22 DH le litre sur l'horizon de prévision.

**Tableau 6.1 : Prévision de l'inflation pour 2008 T4 - 2010 T1**

*Glissement annuel*

	2008		2009			2010		Moyenne	
	4 <sup>ème</sup> trim	1 <sup>er</sup> trim	2 <sup>ème</sup> trim	3 <sup>ème</sup> trim	4 <sup>ème</sup> trim	1 <sup>er</sup> trim	2008	2009	HP*
Prévision centrale (%)	3,9	3,5	2,8	2,7	2,6	2,7	3,9	2,9	3,0

*Prévisions BAM*

\* (HP) Horizon de prévision

## 6.2 Prévision d'inflation et balance des risques

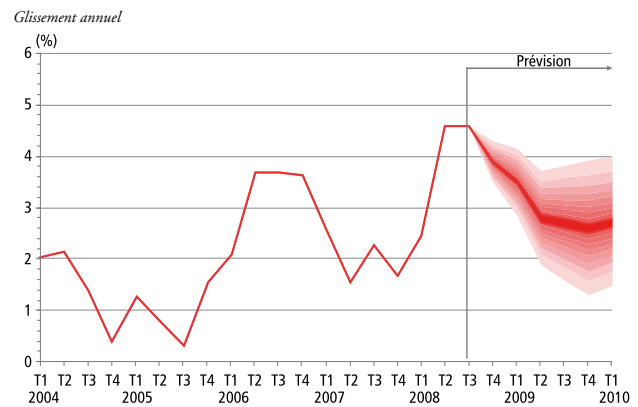
Dans l'hypothèse de la non matérialisation des principaux risques discutés ci-après, la prévision centrale à l'horizon des six prochains trimestres devrait se situer en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. Comme communiqué lors du dernier Rapport sur la politique monétaire, l'inflation devrait s'établir à 3,9% pour l'ensemble de l'année 2008, un niveau sensiblement supérieur aux 2% enregistrés en 2007. La prévision d'inflation pour l'année 2009 indique quant à elle un taux d'inflation de l'ordre de 2,9%. Enfin, l'inflation devrait se situer autour de 2,7% au premier trimestre de l'année 2010. En comparaison avec les prévisions présentées dans le cadre du Rapport sur la politique monétaire du mois de septembre, la prévision d'inflation pour l'année 2009 a été revue à la baisse passant ainsi de 3,6% à 2,9% dans un contexte de baisse rapide et substantielle de l'activité au niveau mondial combinée à un reflux du prix des matières premières.

Pour le dernier trimestre de l'année en cours, nous anticipons un taux d'inflation de l'ordre de 3,9%, comparé à 4,6% au trimestre précédent. Cette diminution devrait se poursuivre sur les deux premiers trimestres de l'année 2009 avec une prévision d'inflation passant de 3,5% à 2,8%. Par la suite, le niveau d'inflation moyen devrait se stabiliser aux alentours de 2,7% sur les trois trimestres restants de notre horizon de prévision (voir Tableau 6.1). Par rapport aux prévisions publiées dans le Rapport sur la politique monétaire en date du 23 septembre 2008, les prévisions d'inflation pour l'ensemble des trimestres de l'année 2009 ont été revues à la baisse : de 4,1% à 3,9% pour le premier trimestre, de 3,4% à 2,8% pour le deuxième, de 3,2% à 2,7% pour le troisième et de 3,5% à 2,6% pour le quatrième et dernier trimestre.

Ces prévisions sont développées en se basant sur des hypothèses considérées comme les plus probables. Cependant il existe plusieurs sources d'incertitudes, provenant aussi bien de l'évolution future des variables exogènes que des modèles utilisés pour la prévision, qui peuvent impacter à la hausse comme à la baisse l'inflation

projetée<sup>1</sup>. L'analyse de cette balance des risques permet de dégager une fourchette de prévision asymétrique 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 indique une orientation à la baisse des risques sur l'inflation, notamment du fait de la forte contraction de la demande extérieure. Toutefois, cette orientation probable est partiellement conditionnée par l'ampleur de la transmission de la baisse des cours mondiaux des matières premières aux prix domestiques, et, au plan interne, principalement, par les effets de la hausse prévue du SMIG en juillet 2009 et les pressions sur le marché du travail, ainsi que par le réaménagement qui sera apporté à la structure des prix des carburants à la pompe. 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 : Fan chart des prévisions de l'inflation, 2008 T4 - 2010 T1**  
(Données trimestrielles)



(\*) 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.

<sup>1</sup> Pour une présentation succincte des modèles de prévisions de l'inflation, voir Encadré E 6.1, page 28 du RPM du 27 mars 2007

بنك المغرب  
بنك المغرب

بنك المغرب  
بنك المغرب

Dépôt légal : 2007/0033

**BANK AL-MAGHRIB**

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

Tél. : (212) 37 70 26 26

Fax : (212) 37 20 67 68

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

بنك المغرب