



1959 - 2009

◆ **RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE** ◆

N° 13 / 2009

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 22 décembre 2009





Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 22 décembre 2009



بنك المغرب
بنك المغرب

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

AEN	: Avoirs Extérieurs Nets
APC	: Association Professionnelle des Cimentiers
AV 7 j	: Avances à 7 jours
AV 24 H	: Avances à 24 heures
BAM	: Bank Al-Maghrib
BCE	: Banque Centrale Européenne
BTP	: Bâtiment et Travaux Publics
CNSS	: Caisse Nationale de Sécurité Sociale
CUT	: Coût Unitaire du Travail
DH	: Dirham
FBCF	: Formation Brute de Capital Fixe
FD	: Facilité de dépôt
FMI	: Fonds Monétaire International
HCP	: Haut Commissariat au Plan
ICV	: Indice du Coût de la Vie
IDE	: Investissements directs étrangers
IMME	: Industries Mécaniques, Métallurgiques, Electriques et Electroniques
INAC	: Institut National d'Analyse et de Conjoncture
IPM	: Indice des prix à l'importation
IPPI	: Indice des prix à la production industrielle
ISM	: Indice des salaires moyens
MASI	: Morocco All Shares Index
MRE	: Marocains résidents à l'étranger
OC	: Office des changes
OCDE	: Organisation de Coopération et de Développement Economique
OMPIC	: Office Marocain de la Propriété Industrielle et Commerciale
ONE	: Office National d'Electricité
OPCVM	: Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières
PER	: Price Earnings Ratio
PIB	: Produit Intérieur Brut
PL	: Placements liquides
RPM	: Rapport sur la politique monétaire
PME	: Petites et Moyennes Entreprises
RL	: Reprise de liquidités
SMIG	: Salaire Minimum Interprofessionnel Garanti
TIC	: Taxe Intérieure de Consommation
TMP	: Taux Moyen Pondéré
TUC	: Taux d'Utilisation des Capacités de production
TVA	: Taxe sur la Valeur Ajoutée
VA	: Valeur Ajoutée

SOMMAIRE

Liste des graphiques, des tableaux et des encadrés	5
Communiqué de presse	9
Aperçu général	11
1. Orientation de l'offre et de la demande globale	13
1.1 Production	13
1.2 Consommation	18
1.3 Investissement	18
1.4 Commerce extérieur	19
2. Pressions sur les capacités de production et marché du travail	21
2.1 Tensions sur les capacités de production	21
2.2 Tensions sur le marché du travail	23
3. Environnement international et prix à l'importation	28
3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde	28
3.2 Inflation dans le monde	34
3.3 Prix du pétrole	35
3.4 Prix des matières premières	36
3.5 Indice des valeurs unitaires à l'importation du Maroc	38
4. Conditions monétaires et prix des actifs	39
4.1 Taux d'intérêt	39
4.2 Prix des actifs	46
5. Evolution récente de l'inflation	49
5.1 Evolution de l'inflation	49
5.2 Biens et services	51
5.3 Biens échangeables et non échangeables	51
5.4 Indice des prix à la production industrielle	52
6. Perspectives de l'inflation	54
6.1 Hypothèses du Scénario de base	54
6.2 Prévision d'inflation et balance des risques	56

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Evolution trimestrielle, en glissement annuel, du Produit Intérieur Brut, de la valeur ajoutée agricole et non agricole.....	14
Graphique 1.2	: Contributions en points de pourcentage des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance de la valeur ajoutée globale.....	14
Graphique 1.3	: Evolution, en glissement annuel, des valeurs ajoutées sectorielles.....	14
Graphique 1.4	: Evolution en glissement annuel du PIB non agricole et du PIB pondéré des pays partenaires	15
Graphique 1.5	: Evolution en glissement annuel de la valeur ajoutée du BTP et des ventes trimestrielles cumulées de ciments et des crédits immobiliers.....	15
Graphique 1.6	: Production industrielle passée et prévue.....	15
Graphique 1.7	: Contributions des branches d'activités à la croissance globale.....	16
Graphique 1.8	: Evolution du Produit Intérieur Brut	16
Graphique E 1.1	: Cumul décadaire des précipitations	16
Graphique E 1.2	: Température moyenne.....	17
Graphique E 1.3	: Déficit pluviométrique des trois premiers mois de la campagne agricole 2009-2010 par station météorologique	17
Graphique E 1.4	: Evolution et prévisions de la production céréalière à fin Novembre 2009	17
Graphique 1.9	: Evolution trimestrielle, en glissement annuel, de la consommation finale des ménages, des crédits à la consommation, et des recettes voyages.....	18
Graphique 1.10	: Evolution trimestrielle, en glissement annuel, de la formation brute de capital fixe, de la valeur ajoutée non agricole, et des crédits à l'équipement.....	18
Graphique 1.11	: Evolution du climat général des affaires et des dépenses d'investissement.....	18
Graphique 1.12	: Evolution en glissement annuel du total des exportations et des exportations hors phosphates.....	19
Graphique 1.13	: Evolution, en glissement annuel, du total des importations et des importations hors énergie.....	19
Graphique 2.1	: Output-gap global.....	21
Graphique 2.2	: Output-gap non agricole.....	21
Graphique 2.3	: Output-gap non agricole et inflation	22
Graphique 2.4	: Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie.....	22
Graphique 2.5	: Productivité apparente du travail.....	22
Graphique 2.6	: Evolution des composantes du coût unitaire de production par secteur.....	23
Graphique 2.7	: Croissance non agricole et chômage urbain, 2000 T1 - 2009 T3.....	23
Graphique 2.8	: Taux de chômage en milieu urbain	24
Graphique 2.9	: Evolution de la structure du chômage par sexe, âge et diplôme.....	24
Graphique 2.10	: Evolution de l'emploi selon les secteurs	24
Graphique E 2.1	: Salaire moyen et productivité du secteur manufacturier marocain (23 branches de 1998 à 2007).....	25
Graphique E 2.2	: Evolution du CUT dans le secteur manufacturier (1999-2007).....	25
Graphique E 2.3	: CUT relatif du secteur manufacturier du Maroc et de ses pays partenaires, (1985-2008).....	26
Graphique E 2.4	: Variation du CUT du secteur manufacturier au Maroc par rapport à certains groupes de pays entre 2001 et 2008	26
Graphique E 2.5	: Variation du CUT du secteur manufacturier au Maroc par rapport à d'autres pays entre 2001 et 2008.....	26
Graphique E 2.6	: Taux de croissance du CUT et de la productivité (1999-2008).....	26
Graphique 2.11	: Variation du CUT du secteur manufacturier au Maroc par rapport à certains groupes de pays, 2008 T2-2009 T2.....	27
Graphique 2.12	: SMIG trimestriel en termes nominal et réel.....	27
Graphique 3.1	: Evolution du spread OIS-LIBOR.....	28

Graphique 3.2	: Evolution du TED spread.....	28
Graphique 3.3	: Evolution des Credit Default Swaps dans les pays émergents (Brésil, Russie, Inde, Chine) et au Maroc.....	29
Graphique 3.4	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées et du Maroc.....	29
Graphique 3.5	: Evolution de l'indice MSCI EM.....	29
Graphique 3.6	: Evolution du crédit aux Etats-Unis dans la zone euro et au Maroc.....	30
Graphique 3.7	: Evolution du PIB dans le monde, dans la zone euro et les pays partenaires.....	30
Graphique 3.8	: Evolution du PIB dans les économies émergentes (Brésil, Russie, Inde, Chine) et au Maroc.....	31
Graphique 3.9	: Output-gap des principaux pays partenaires (France, Italie, Allemagne et Espagne).....	31
Graphique 3.10	: Indicateur composite avancé pondéré des pays partenaires et output gap non agricole.....	31
Graphique 3.11	: Evolution du taux du chômage pondéré des pays partenaires et du taux de croissance des transferts des MRE, en glissement annuel.....	32
Graphique 3.12	: Cours mondial du Brent en dollar.....	32
Graphique 3.13	: Evolution de l'indice Dow Jones UBS des matières premières hors énergie.....	34
Graphique 3.14	: Evolution de l'indice Dow Jones UBS des prix des produits agricoles et des métaux de base industriels.....	35
Graphique 3.15	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés.....	35
Graphique 3.16	: Perspectives d'évolution des indices des prix des matières premières.....	36
Graphique 3.17	: Indice des prix à l'import hors énergie.....	36
Graphique 3.18	: Indice des prix à l'import des produits alimentaires.....	37
Graphique 3.19	: Indice des prix à l'import des produits miniers.....	37
Graphique 3.20	: Indice des prix à l'import des demi-produits.....	38
Graphique 3.21	: Evolution de l'indice des prix des matières premières mondial et de l'IPM hors énergie national.....	38
Graphique 4.1	: Evolution du taux interbancaire.....	39
Graphique 4.2	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché des valeurs du Trésor.....	39
Graphique 4.3	: Evolution des taux débiteurs.....	40
Graphique E 4.1.1	: Evolution de la position de liquidité et du TMP en moyenne trimestrielle.....	40
Graphique E 4.1.2	: Position de liquidité et TMP du marché monétaire interbancaire.....	40
Graphique E 4.1.3	: Variation des réserves obligatoires.....	41
Graphique E 4.1.4	: Evolution de l'effet des facteurs de liquidité.....	41
Graphique E 4.1.5	: Interventions de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire.....	42
Graphique E 4.1.6	: Evolution de la moyenne et de l'écart-type du TMP du marché interbancaire.....	42
Graphique 4.4	: Taux interbancaire et taux débiteurs.....	42
Graphique 4.5	: Croissance annuelle de M3 et sa tendance.....	42
Graphique 4.6	: Excédent monétaire.....	43
Graphique 4.7	: Evolution annuelle des composantes de M3.....	43
Graphique 4.8	: Croissance annuelle des dépôts à vue par agent économique.....	43
Graphique 4.9	: Croissance annuelle du crédit bancaire et sa tendance.....	43
Graphique 4.10	: Structure des crédits par agent économique.....	44
Graphique 4.11	: Croissance annuelle des principales catégories du crédit bancaire.....	44
Graphique 4.12	: Evolution annuelle des crédits par branche d'activité.....	44
Graphique 4.13	: Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets.....	45
Graphique 4.14	: Evolution trimestrielle des créances nettes sur l'Etat.....	45
Graphique 4.15	: Contributions des principales contreparties à la croissance de la masse monétaire.....	45
Graphique 4.16	: Evolution annuelle des placements liquides.....	45
Graphique 4.17	: Evolution des titres des OPCVM monétaires et obligataires.....	46
Graphique 4.18	: PL4 et MASI.....	46

Graphique 4.19	: Taux de change du dirham.....	46
Graphique 4.20	: Taux de change effectif	47
Graphique 4.21	: Indices boursiers.....	47
Graphique 4.22	: Evolution des indices setoriels en glissement trimestriel, T2 2009/T1 2009.....	48
Graphique 5.1	: Inflation et inflation sous-jacente	49
Graphique 5.2	: Contributions des principales composantes au glissement annuel de l'inflation.....	49
Graphique 5.3	: Prix du carburant à la pompe et prix du transport privé.....	50
Graphique 5.4	: Cours mondial du pétrole et des services hors transport privé par rapport à l'inflation	51
Graphique 5.5	: Prix relatifs des biens transformés et des services hors transport privé par rapport à l'inflation.....	51
Graphique 5.6	: Contributions des prix des biens et services à l'inflation.....	51
Graphique 5.7	: Ecart des taux d'inflation entre	52
Graphique 5.8	: Evolution des indices des prix des biens	52
Graphique 5.9	: Contributions des échangeables et non	52
Graphique 5.10	: Evolution des indices des prix à la production industrielle.....	53
Graphique 5.11	: Contribution des principales rubriques à l'indice des prix à la production manufacturière.....	53
Graphique 5.12	: Indice des prix de l'industrie de raffinage	53
Graphique 5.13	: Evolution des prix des produits alimentaires au Maroc et sur les marchés internationaux.....	53
Graphique 6.1	: Perception de l'inflation selon les chefs des entreprises pour les trois prochains mois.....	56
Graphique 6.2	: Projections de l'inflation 2009 T4 - 2011 T1	57

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1	: Evolution du PIB trimestriel aux prix chaînés de 1998 par grandes branches d'activité.....	13
Tableau 1.2	: Evolution, en glissement annuel, de la balance commerciale à fin octobre 2009	19
Tableau 2.1	: Indicateurs trimestriels d'activités et de chômage par milieu de résidence.....	23
Tableau 3.1	: Evolution de la croissance dans le monde.....	30
Tableau 3.2	: Evolution récente de l'inflation dans le monde	32
Tableau 3.3	: Evolution des futures et des prévisions de blé par trimestre.....	34
Tableau 3.4	: Prévisions du prix actuel du pétrole (Brent) sur le sur le marché des futures	35
Tableau 4.1	: Evolution des taux de rendement des bons du Trésor sur le marché primaire.....	39
Tableau 4.2	: Taux créditeurs.....	40
Tableau 4.3	: Contribution des différentes catégories à la croissance annuelle du crédit bancaire.....	44
Tableau 4.4	: Valorisation du marché des actions.....	47
Tableau 5.1	: Inflation et ses composantes	50
Tableau 5.2	: Prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur.....	50
Tableau 5.3	: Indices des prix des biens et services.....	51
Tableau 5.4	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables.....	52
Tableau 6.1	: Prévision de l'inflation pour 2009 T4 – 2011 T1	57

LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 1.1	: Prévision de la production céréalière en 2010 sur la base des données disponibles à fin novembre 2009.....	16
Encadré 2.1	: Evaluation du Coût Unitaire du Travail du secteur manufacturier.....	25
Encadré 3.1	: Précisions sur l'indice composite pondéré des pays partenaires et sur l'indicateur de chômage pondéré	33
Encadré 4.1	: Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire.....	40

بنك المغرب
بنك المغرب

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 22 décembre 2009

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu sa réunion trimestrielle le mardi 22 décembre 2009.
2. Le Conseil a examiné l'évolution récente de la situation économique, monétaire et financière, ainsi que les prévisions d'inflation établies par les services de la Banque à l'horizon du premier trimestre 2011.
3. Le Conseil a notamment relevé que l'inflation est demeurée modérée, en dépit de légères fluctuations liées à la volatilité des prix des produits alimentaires frais. En effet, après s'être établie à 0% en août, l'inflation est passée à 1,4% en septembre et est revenue à 0,4% en octobre 2009. Pour sa part, l'inflation sous-jacente, qui retrace la tendance fondamentale des prix, s'est maintenue autour de -0,7% au cours des trois derniers mois. Parallèlement, la baisse des prix à la production industrielle s'est poursuivie, toutefois à un rythme inférieur, s'établissant à 16,9% en octobre au lieu de 18,8% en septembre et 20,8% en août.
4. Alors qu'au plan international l'activité économique a montré quelques signes de reprise, son évolution demeure entourée d'importantes incertitudes liées notamment au niveau élevé du chômage et au fonctionnement du marché du crédit. En conséquence, l'output gap de nos principaux pays partenaires resterait négatif au cours des prochains trimestres, continuant ainsi d'affecter les performances de l'économie nationale principalement à travers les canaux des exportations de biens et services et des transferts. Les perspectives tendent cependant à indiquer que l'output gap de nos principaux partenaires afficherait une valeur positive au quatrième trimestre de l'année 2010.
5. Dans cet environnement, les données disponibles au niveau national montrent que le redressement graduel de la croissance des activités non agricoles, entamé au deuxième trimestre 2009, s'est poursuivi. De même, les performances au titre de la balance des paiements seront meilleures qu'en 2008. Ainsi, les réserves de change devraient se maintenir à un niveau proche de celui de décembre 2008. L'output gap non agricole, plus pertinent pour l'appréciation des risques inflationnistes, devrait toutefois rester négatif au cours des prochains trimestres. De son côté, la croissance globale devrait se situer entre 5% et 6% en 2009, tandis qu'elle devrait ralentir en 2010, sous l'effet d'une moindre contribution du secteur agricole, pour s'établir entre 3% et 4%.
6. Pour sa part, l'analyse des conditions monétaires fait ressortir la poursuite de la modération de la croissance de l'agrégat M3, qui s'est établie en octobre, en glissement annuel, au même rythme que celui observé au troisième trimestre, soit 6,4%. Le crédit bancaire, en dépit de la poursuite du ralentissement, demeure encore relativement dynamique avec une augmentation de 10,7% en octobre au lieu de 14,9% au troisième trimestre.
7. Sur la base de l'ensemble de ces données, les prévisions de l'inflation restent globalement en ligne avec celles du Rapport sur la politique monétaire d'octobre 2009. La prise en compte de la transmission de la récente hausse des prix des matières premières au niveau international s'est toutefois traduite par une révision à la hausse de la prévision centrale au terme de l'horizon de prévision, soit environ 2,5% au lieu de 2%. En moyenne sur cet horizon, l'inflation s'établirait à 1,9%. Quant à l'inflation sous-jacente, elle devrait être négative en 2009 et resterait inférieure à 2% au terme de l'horizon de prévision.

8. Les risques entourant les perspectives d'inflation sont globalement orientés à la baisse au cours des prochains trimestres. En effet, les pressions émanant de la demande, particulièrement extérieure, devraient rester modérées. La volatilité des prix sur les marchés internationaux des produits de base, en particulier du pétrole, constitue toutefois une source d'incertitude.

9. Dans ce contexte, marqué par une orientation à la baisse des risques et une prévision centrale de l'inflation en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, le Conseil a décidé de maintenir le taux directeur à 3,25%

10. Le Conseil a également examiné les projections budgétaires triennales et approuvé le budget pour l'exercice 2010.

11. Le Conseil a arrêté le calendrier de ses réunions pour l'année 2010 comme suit :

- 30 mars 2010
- 15 juin 2010
- 21 septembre 2010
- 21 décembre 2010

APERÇU GÉNÉRAL

En ligne avec les analyses et les prévisions publiées dans le Rapport sur la politique monétaire d'octobre, l'inflation est demeurée globalement faible dans un contexte marqué par la poursuite du recul de l'inflation à l'échelle internationale et par la modération des pressions, tant internes qu'externes, émanant de la demande. Après 0,0% en août et 1,4% en septembre, l'inflation annuelle est revenue à 0,4% en octobre 2009, tandis que l'inflation sous-jacente est restée quasiment stable autour de -0,7% durant les trois derniers mois. Cette évolution reflète la diminution de 0,2% des prix des biens échangeables ainsi qu'une inflation modérée des biens non échangeables, soit 1,5% au lieu de 2% en septembre. Parallèlement, les prix à la production industrielle, sensibles aux cours des matières premières sur le marché mondial, demeurent inférieurs à leurs niveaux observés en 2008, mais le rythme de leur baisse a de nouveau décéléré, revenant de -18,8% en septembre à -16,9% en octobre.

Sur le plan international, une phase de reprise graduelle semble se profiler, portée par le regain de croissance dans les pays émergents notamment d'Asie et dans une moindre mesure par le redressement encore modeste de l'activité dans les pays industrialisés. Après des chiffres de croissance globalement favorables au deuxième trimestre 2009, des signes d'amélioration ressortent de nouveau des comptes nationaux du troisième trimestre 2009 et des indicateurs de haute fréquence relatifs aux mois d'octobre et de novembre. Dans le même temps, le taux de chômage s'est maintenu à des niveaux historiquement élevés dans les économies avancées et le tassement du crédit, voire même sa contraction dans certains pays, persiste. Ces évolutions, conjuguées à l'incertitude entourant la durabilité de l'impact des politiques de relance, constituent des facteurs de risques significatifs qui appellent à la vigilance quant à la vitesse et à l'ampleur de la reprise à l'international, particulièrement pour les principaux partenaires du Maroc.

Quant à l'inflation à l'échelle mondiale, elle semble toucher un point bas, les données les plus récentes ayant montré l'interruption du mouvement baissier des prix à la consommation, observé depuis plusieurs mois. Cette orientation pourrait se maintenir durant les prochains trimestres, suggérant une légère révision à la hausse des risques inflationnistes d'origine externe.

Au niveau de la conjoncture nationale, à la lumière des données les plus récentes, Bank Al-Maghrib maintient les prévisions de croissance pour le PIB global entre 5% et 6% sur l'ensemble de l'année 2009, avec une forte contribution de la valeur ajoutée agricole. Concernant la croissance non agricole, sensiblement liée au cycle d'activité dans les pays partenaires, elle devrait terminer l'année à un rythme inférieur à 3%, s'inscrivant ainsi en rupture par rapport à la dynamique observée au cours des cinq dernières années. Pour sa part, la demande intérieure reste résiliente, en liaison avec la bonne orientation de la consommation des ménages et la consolidation des efforts d'investissement du secteur public. La demande extérieure aurait de nouveau une contribution négative à la croissance pour la troisième année successive, avec toutefois une certaine amélioration liée au repli plus prononcé des importations en niveau comparativement aux exportations. S'agissant des perspectives 2010, l'économie nationale devrait connaître une poursuite du redressement des activités non agricoles, parallèlement à la reprise prévue de la croissance chez les principaux partenaires du Maroc, et un repli marqué de la valeur ajoutée agricole, après la progression exceptionnelle observée cette année. Dans ces conditions, la croissance globale devrait s'établir dans une fourchette comprise entre 3% et 4%, les principaux facteurs de risque étant liés à l'ampleur de la baisse de la valeur ajoutée agricole au niveau interne et au rythme de reprise de l'activité à l'échelle internationale.

L'output gap non agricole, pertinent pour l'appréciation des risques inflationnistes, a de nouveau marqué des valeurs négatives aux troisième et quatrième trimestres 2009 et devrait demeurer faible durant les prochains trimestres. De même, le taux d'utilisation des capacités de production, qui ressort de l'enquête de Bank Al-Maghrib dans le secteur industriel, est resté en deçà de sa moyenne historique, malgré l'amélioration observée depuis le deuxième trimestre 2009. Sur le marché de l'emploi, le troisième trimestre 2009 s'est caractérisé par une stabilité du taux de chômage national comparativement à la même période de l'année précédente, recouvrant un recul du taux de chômage en milieu urbain et une augmentation en milieu rural. Au niveau des salaires, les données disponibles révèlent une hausse en termes réels des salaires dans le secteur privé au cours des troisième et quatrième trimestres 2009, notamment suite à la deuxième revalorisation du SMIG qui a pris effet en juillet 2009. Globalement, et dans le contexte actuel, les différents indicateurs des pressions sur les capacités de production laissent apparaître des tensions inflationnistes modérées au cours des prochains trimestres.

S'agissant des conditions monétaires, les chiffres à fin octobre indiquent la poursuite du ralentissement de la création monétaire, observé depuis le début de l'année 2008. Dans ce contexte, l'excédent monétaire est demeuré négatif et la croissance annuelle moyenne de M3 s'est stabilisée autour de 6,4% au troisième trimestre et en octobre. Concernant le crédit bancaire, son taux de progression annuel est revenu de 14,9% au troisième trimestre 2009 à 10,7% en octobre. La hausse du crédit demeure toutefois soutenue. Concernant les taux d'intérêt débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le troisième trimestre 2009, montrent une stabilité du taux moyen pondéré du crédit bancaire à 6,53%. Quant aux taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois est resté inchangé à 3,55%, entre le troisième trimestre 2009 et octobre.

L'examen de l'ensemble de ces éléments confirme la poursuite de la modération des pressions inflationnistes. La prévision centrale de l'inflation à l'horizon des six prochains trimestres a été toutefois sensiblement révisée à la hausse par rapport à celle annoncée dans le Rapport sur la politique monétaire d'octobre 2009. Cette révision se justifie, pour l'essentiel, par l'intégration d'une probabilité croissante de la transmission du redressement observé au niveau des prix internationaux, notamment des matières premières, vers les prix nationaux. Ainsi, sur l'horizon de prévision, la prévision centrale se situe en moyenne à 1,9% contre 1,1% dans le RPM précédent. Au terme de l'horizon de prévision, soit le premier trimestre 2011, elle devrait s'établir à 2,5%.

Globalement, l'analyse de la conjoncture économique et financière menée dans le cadre de ce rapport suggère le maintien de l'orientation baissière des risques entourant la prévision centrale. Au plan externe, ces risques demeurent liés à la persistance de conditions économiques défavorables chez nos principaux partenaires, en dépit des signes d'amélioration observés. Pour sa part, la volatilité des prix des matières premières continue de constituer une source potentielle d'incertitude, particulièrement si les tensions actuelles sur les marchés mondiaux s'amplifient, impactant alors les prix à l'importation, les prix à la production industrielle et ceux des biens échangeables. Les facteurs de risques d'origine interne devraient rester orientés à la baisse, la croissance des activités non agricoles devrait vraisemblablement se redresser légèrement, tout en restant en deçà du rythme enregistré au cours des dernières années.

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

Les dernières données disponibles tendent à conforter les prévisions publiées dans le cadre du Rapport sur la politique monétaire d'octobre dernier qui tablaient sur une croissance du PIB globale comprise entre 5% et 6% pour l'année 2009. Le maintien de la croissance à un niveau proche de celui observé en 2008 tient à l'expansion de la valeur ajoutée agricole. En effet, la croissance des activités non agricoles, en dépit du début de redressement observé au deuxième trimestre 2009, devrait s'inscrire en rupture par rapport à la dynamique des cinq dernières années, confirmant ainsi les liens significatifs entre le cycle d'activité au Maroc, hors agriculture, et celui des pays partenaires, notamment européens. Pour sa part, la demande intérieure est restée soutenue sur l'ensemble de l'année 2009, avec une bonne orientation de la consommation des ménages et une consolidation des efforts d'investissement du secteur public. La demande extérieure aurait de nouveau une contribution négative à la croissance pour la troisième année successive, avec toutefois une certaine amélioration liée au repli plus prononcé des importations en niveau comparativement aux exportations. S'agissant des perspectives pour 2010, l'économie nationale devrait connaître une poursuite du redressement des activités non agricoles, parallèlement à la reprise prévue de la croissance chez les principaux partenaires du Maroc, mais aussi au repli marqué de la valeur ajoutée agricole, après la progression exceptionnelle observée durant l'année en cours. Dans ces conditions, la croissance nationale devrait s'établir en 2010 dans une fourchette de 3% à 4%, les principaux facteurs de risque étant liés à l'ampleur de la baisse de la valeur ajoutée agricole au niveau interne et au rythme de reprise de l'activité à l'échelle internationale.

1.1 Production

Dans sa composante non agricole, l'économie nationale a montré récemment des signes significatifs d'intégration et d'harmonisation du cycle d'activité avec l'économie mondiale, particulièrement celle des principaux partenaires européens. La croissance non agricole s'est ainsi inscrite dans un profil à deux phases depuis le début de la récession mondiale. Une première phase de décélération amorcée dès le deuxième trimestre 2008, a donné lieu à un point bas de 0,6% au premier trimestre 2009. Par la suite, la phase de redressement a commencé au deuxième trimestre 2009, avec une amorce de retour vers la croissance tendancielle qui, comme pour les principaux partenaires, devrait être longue et progressive.

Ces variations cycliques ne se sont que faiblement reflétées sur le PIB global, qui s'est accru de 4,6% au premier semestre 2009 et de 6% au troisième trimestre, tiré essentiellement par l'augmentation de la valeur ajoutée agricole de 27,3%.

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

Branches d'activités	2008				2009			
	TI	TII	TIII	TIV	TI	TII	TIII(P)	TIV(P)
Agriculture	16,0	16,6	16,1	16,6	26,8	27,8	27,3	27,8
VA non agricole	6,2	4,8	4,3	1,2	0,6	2,0	3,2	4,0
Industrie*	5,6	3,4	1,6	-6,7	-7,3	-3,7	-1,2	0,7
Electricité et eau	8,8	7,3	4,1	3,4	6,1	1,4	2,0	1,5
Bâtiment et travaux publics	11,9	9,1	11,8	5,1	-0,2	1,0	0,9	1,2
Commerce	6,9	6,6	3,6	1,0	0,7	0,2	0,8	1,0
Hôtels et restaurants	0,5	1,3	1,1	0,2	-7,8	-4,0	-2,8	-2,1
Transports	4,6	4,1	2,1	-0,1	0,3	1,9	2,2	2,5
Postes et télécommunications	10,0	12,7	8,1	4,1	2,0	2,6	2,8	2,7
Administration publique générale et sécurité sociale	3,1	3,6	4,2	4,9	6,0	6,7	6,5	6,7
Autres services**	6,4	5,0	3,5	1,5	5,0	5,3	5,7	5,9
VA au prix de base	7,4	6,4	5,8	3,1	4,2	5,7	6,3	6,7
Impôts sur les produits nets des subventions	5,9	6,0	5,1	3,0	0,6	3,1	4,1	4,4
PIB hors agriculture	6,2	5,0	4,4	1,4	0,6	2,1	3,0	2,9
Produit intérieur brut	7,2	6,3	5,7	3,1	3,7	5,4	6,0	6,4

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

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

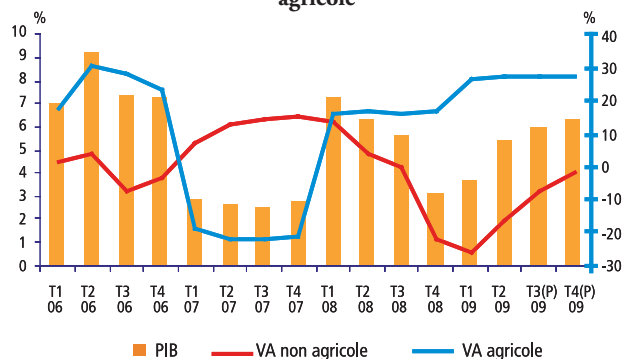
Sources : HCP, estimations et prévisions de BAM

Concernant les données les plus récentes et les perspectives à très court terme, l'évolution des indicateurs conjoncturels disponibles fait état d'une amélioration au niveau des activités non agricoles, en liaison avec la fermeté de la demande interne et le léger rebond de la demande étrangère (cf. chapitre 3). Dans ces conditions, et compte tenu de la poursuite d'une expansion de 27,6% de la valeur ajoutée agricole, la croissance économique atteindrait environ 6% en moyenne sur les deux derniers trimestres 2009.

Au niveau du secteur secondaire, la baisse de la valeur ajoutée, observée depuis le quatrième trimestre 2008, connaîtrait une atténuation au troisième trimestre, avant de progresser de 0,9% au quatrième trimestre 2009. Le redressement ainsi entamé demeure toutefois tributaire du rythme de la reprise au niveau de la demande étrangère.

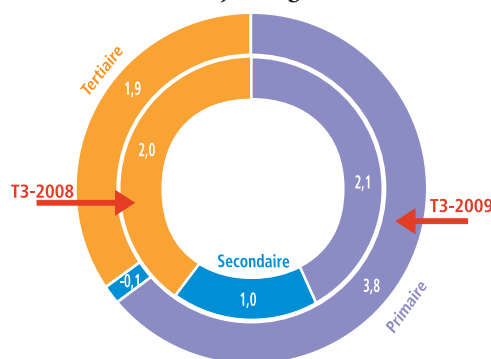
Dans l'industrie, les signes de reprise observés au cours du deuxième trimestre (cf. RPM d'octobre 2009) semblent se confirmer dans les différentes branches. En effet, le repli de la valeur ajoutée extractive, qui s'était limité à 27,1% au deuxième trimestre contre 46,6% au premier trimestre, devrait s'atténuer davantage pour le reste de l'année, en liaison avec la hausse de la production de phosphates, d'acide phosphorique et d'engrais naturels et chimiques. Par ailleurs, après une baisse de 0,7% au premier semestre, la valeur ajoutée de l'industrie de transformation devrait renouer avec la croissance au deuxième semestre de cette année, avec une augmentation moyenne de 1,8%. Les résultats d'octobre de l'enquête de conjoncture dans l'industrie révèlent en effet un climat général des affaires favorable dans l'ensemble, avec une bonne orientation observée et anticipée des ventes et une augmentation de la production industrielle comparativement au mois de septembre. Néanmoins, les commandes

Graphique 1.1 : Evolution trimestrielle, en glissement annuel, du Produit Intérieur Brut, de la valeur ajoutée agricole et non agricole



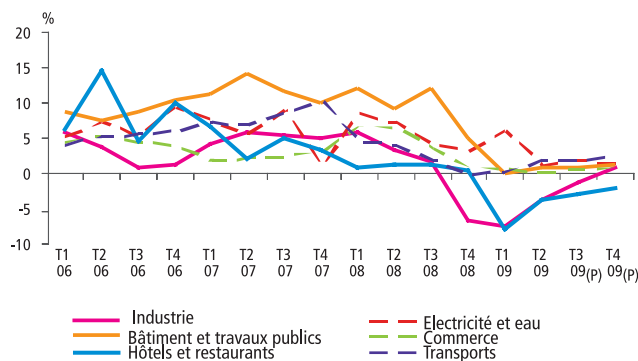
Sources : HCB, prévisions de BAM

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



Sources : HCB, calculs et prévisions de BAM

Graphique 1.3 : Evolution, en glissement annuel, des valeurs ajoutées sectorielles



Sources : HCB, prévisions de BAM

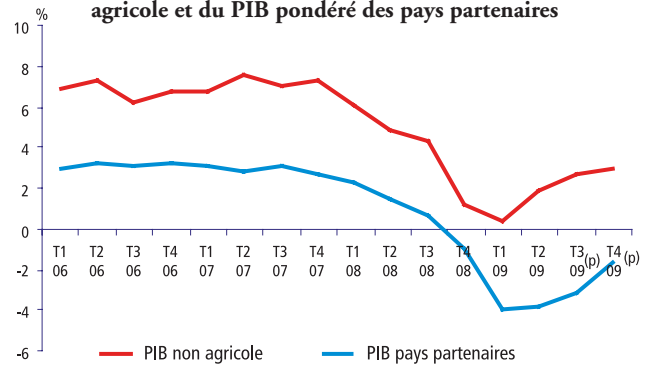
globales, bien qu'en progression d'un mois à l'autre, demeurent inférieures à la normale, tandis que le niveau des stocks de produits finis a retrouvé son niveau habituel. Pour sa part, le taux d'utilisation des capacités de production s'est stabilisé à 69%, certes en nette amélioration par rapport aux niveaux bas observés à fin 2008, mais à un niveau inférieur à sa moyenne historique.

Après une baisse de 0,2% au premier trimestre et une progression de 1% au deuxième, la reprise au niveau du secteur du bâtiment et travaux publics semble lente, comme en attestent les chiffres relatifs aux ventes de ciments, leur flux cumulé à fin septembre demeurant inférieur de 2,4% par rapport à la même période de l'année précédente. Durant les troisième et quatrième trimestres 2009, la valeur ajoutée du secteur devrait ainsi se limiter à 0,9% et 1,2% respectivement.

S'agissant du secteur des services, sa valeur ajoutée devrait progresser de 3,7% au troisième trimestre et de 4% au quatrième trimestre 2009, à la faveur du redressement observé dans les différentes branches.

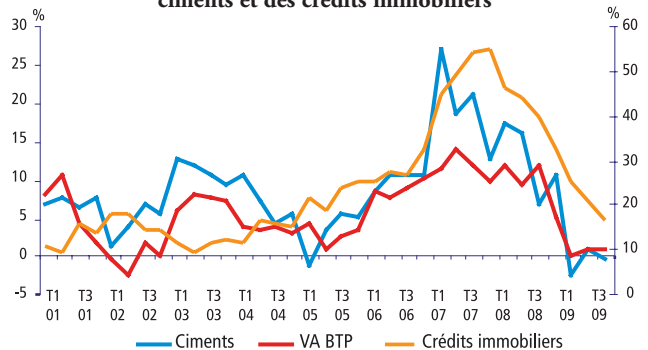
Le mouvement baissier de l'activité touristique, observé depuis le début d'année, a connu une atténuation durant les deux derniers trimestres 2009. Les indicateurs liés à l'activité reflètent cette évolution, notamment le flux touristique qui s'est élevé à 7,1 millions de visiteurs à fin octobre, en augmentation de 5,7% par rapport à la même période de 2008. Parallèlement, la baisse des nuitées recensées au niveau des établissements d'hébergement classés est revenue à 2,1%, contre 3% au terme du premier semestre. De même, le rythme de contraction des recettes de voyages s'est nettement ralenti, se limitant à 7,7% au lieu de 14,4% au terme du premier semestre. La valeur ajoutée du transport devrait, quant à elle, croître de 2,3%

Graphique 1.4 : Evolution en glissement annuel du PIB non agricole et du PIB pondéré des pays partenaires



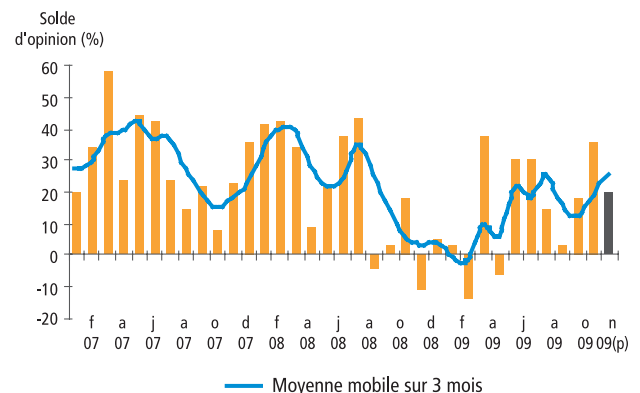
Sources : HCP, Commission européenne, OC, calculs BAM

Graphique 1.5 : Evolution en glissement annuel de la valeur ajoutée du BTP et des ventes trimestrielles cumulées de ciments et des crédits immobiliers



Sources : APC, prévision BAM

Graphique 1.6 : Production industrielle passée et prévue

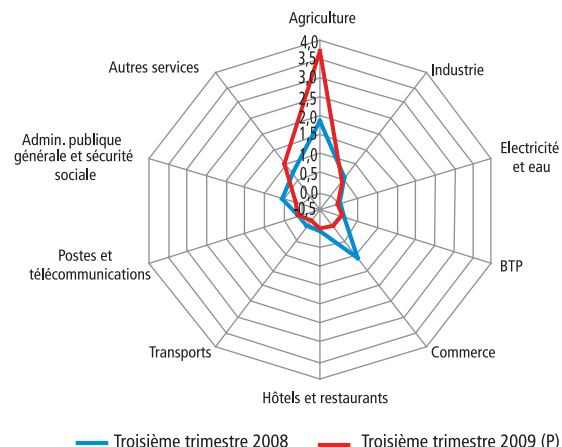


Source : Enquête mensuelle de Conjoncture dans l'industrie de BAM

en moyenne au cours du deuxième semestre, à la faveur de l'amélioration attendue de la conjoncture économique. En effet, le trafic aérien a enregistré, à fin septembre 2009, une hausse de 2,5% du nombre de passagers, reflétant en partie l'amélioration observée au niveau de l'activité touristique. Parallèlement, le nombre de voyageurs par voie ferroviaire a augmenté de 8,7%. S'agissant de la branche des postes et télécommunications, sa valeur ajoutée devrait progresser au même rythme observé au deuxième trimestre 2009, soit 2,7%, confirmant ainsi sa rupture avec le rythme de croissance à deux chiffres enregistré durant les trois dernières années.

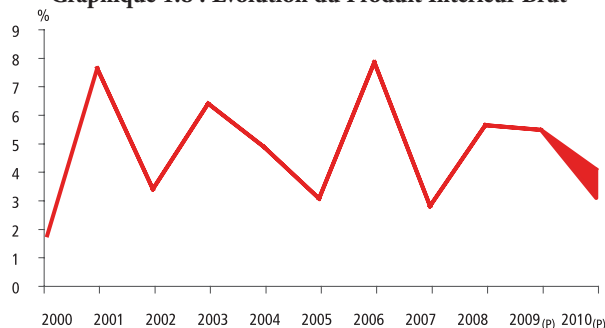
En 2010, l'évolution de l'activité économique serait marquée par le redressement des activités non agricoles, dont la croissance atteindrait un rythme proche de 4%. En revanche, après une progression exceptionnelle en 2009, la contribution de l'agriculture à la croissance globale serait négative, avec notamment une production céréalière qui, selon les premières prévisions de Bank Al-Maghrib, serait limitée à 60 millions de quintaux. Au total, la croissance du PIB devrait être comprise dans une fourchette de 3% à 4%.

Graphique 1.7 : Contributions des branches d'activités à la croissance globale



Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM

Graphique 1.8 : Evolution du Produit Intérieur Brut



Sources : HCP, prévisions de BAM

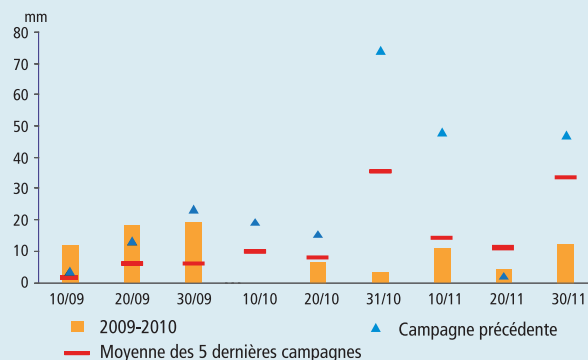
Encadré 1.1 : Prévision de la production céréalière en 2010 sur la base des données disponibles à fin novembre 2009

Bank Al-Maghrib dispose d'un cadre de prévision de la production céréalière et de la valeur ajoutée agricole, dont les caractéristiques ont été esposées dans l'encadré 1.1 en page 15 du Rapport de la Politique Monétaire de mars 2009.

S'agissant de la campagne agricole 2009-2010, les conditions climatiques qui caractérisent son démarrage peuvent être scindées en trois phases. La première, couvrant le mois de septembre, a enregistré des cumuls pluviométriques importants sur l'ensemble du territoire national mais très concentrés dans le temps comme en témoigne le maximum de précipitations journalières qui a culminé à 75 mm.

En revanche, le mois d'octobre et les deux premières décades de novembre ont été marquées par des précipitations ne dépassant pas 2,5 jours et un déficit pluviométrique de 69% par rapport à la moyenne des cinq dernières campagnes. Les températures sont restées supérieures à la normale saisonnière dans l'ensemble du territoire.

Graphique E 1.1 : Cumul décadaire des précipitations



Source : Direction de la météorologie nationale

La dernière phase concerne la troisième décade de novembre qui a connu un retour des précipitations plus ou moins importantes selon les régions, et ce sur une journée.

Globalement, le cumul pluviométrique du début de la campagne actuelle reste déficitaire sur pratiquement l'ensemble des régions, à la fois par rapport aux moyennes des cinq dernières années et par rapport à la campagne précédente. Au niveau national, ces déficits ont atteint à fin novembre respectivement 32% et 65%.

L'utilisation des données en fréquence décadaire relatives à neuf variables climatiques¹, permet d'affiner le modèle économétrique de prévision et la méthode basé sur les campagnes similaires.

Ainsi, sur la base des données disponibles à fin novembre 2009, le modèle économétrique fournit une prévision préliminaire de la production céréalière pour la campagne en cours de l'ordre de 61 millions de quintaux. Cette prévision englobe les productions de blé tendre, de blé dur et de l'orge estimées respectivement à 29, 13 et 19 millions de quintaux, quantités comparables à leurs moyennes des cinq dernières campagnes.

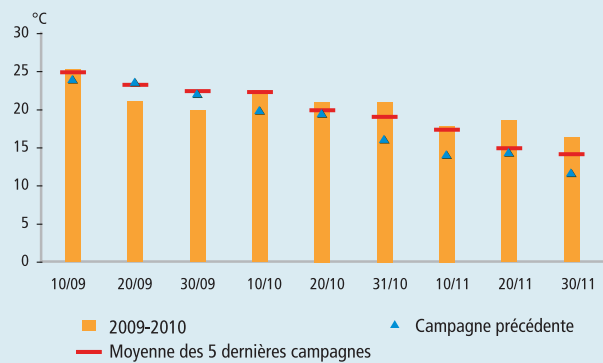
La comparaison des productions fondée sur les campagnes similaires sur la base des conditions climatiques permet de détecter un effet de rattrapage potentiel. Ainsi, le potentiel de production pour la campagne actuelle peut encore être considéré comme étant préservé. La méthode de campagne similaire aboutit à une estimation de la production céréalière de 57 millions de quintaux, englobant 18 millions de quintaux d'orge, 25 millions de quintaux de blé tendre et 14 millions de quintaux de blé dur.

L'application de la méthode basée sur l'indicateur pluviométrique conduit à une première prévision de la production céréalière au niveau national de l'ordre de 60 millions de quintaux.

La prévision moyenne des trois méthodes s'établit à environ 60 millions de quintaux. Ce niveau, qui peut être assimilé à une mesure du potentiel de production en 2010, basée sur les conditions climatiques observées à fin novembre, sera révisé en fonction des évolutions observées durant les deux prochains mois.

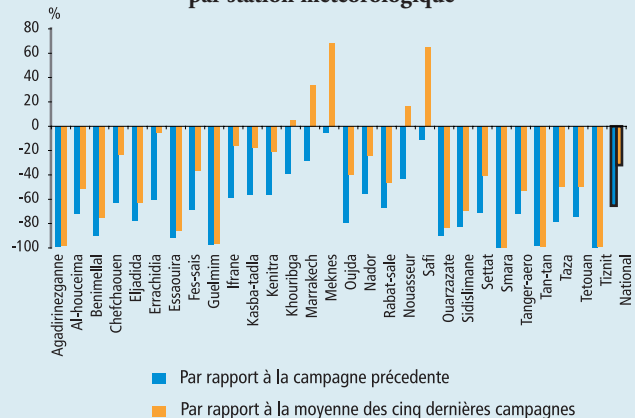
¹ Les neuf variables climatiques sont : le nombre de jours des précipitations, le maximum des précipitations en 24h, la température moyenne, la moyenne des températures maximales, la moyenne des températures minimales, les températures maximales absolues et les températures minimales absolues, l'évaporation et le cumul des précipitations.

Graphique E 1.2 : Température moyenne



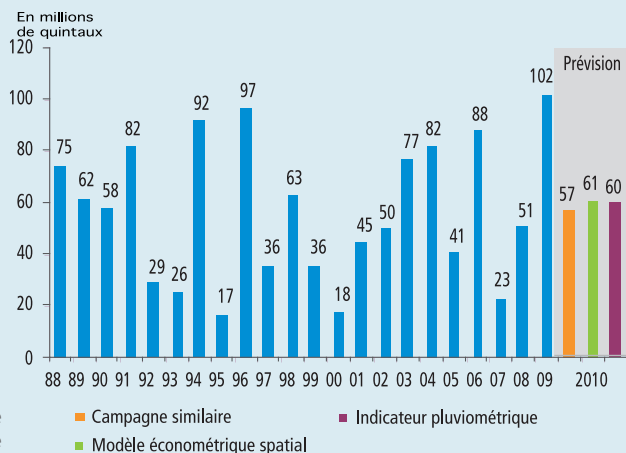
Source : Direction de la météorologie nationale

Graphique E 1.3 : Déficit pluviométrique des trois premiers mois de la campagne agricole 2009-2010 par station météorologique



Source : Direction de la météorologie nationale

Graphique E 1.4 : Evolution et prévisions de la production céréalière à fin novembre 2009



Sources : Ministère de l'agriculture et de la pêche maritime et calculs BAM

1.2 Consommation

La consommation finale nationale devrait croître de 7,3% en 2009, rythme moins rapide que celui des trois dernières années mais qui demeure supérieur à la moyenne de la décennie. Concernant plus particulièrement la consommation finale des ménages, elle devrait augmenter de 7,1% après une progression moyenne de 10,9% durant la période 2006-2008.

Globalement, les principaux indicateurs disponibles à fin octobre laissent présager la poursuite de la bonne orientation de la consommation des ménages durant les prochains trimestres. La part de l'emploi rémunéré a connu une hausse au troisième trimestre 2009 et les salaires ont augmenté durant la même période. Dans le même temps, la baisse des transferts des MRE, observée depuis septembre 2008, s'est nettement ralentie au cours des derniers mois et devrait connaître une amélioration, à la lumière des perspectives plus favorables de la conjoncture internationale.

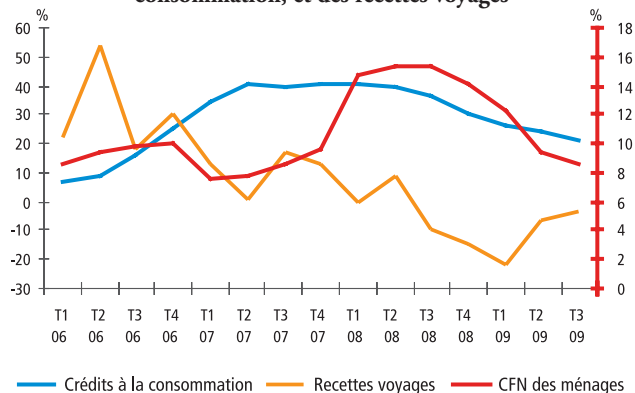
Par ailleurs, les importations de biens finis de consommation ont accusé une baisse modérée de 3,3%, à fin octobre 2009 et la croissance des crédits à la consommation reste dynamique, bien qu'en décélération. Elle s'est en effet établie à 19,3% au lieu de 32% au cours de la même période une année auparavant.

Pour sa part, la consommation publique a connu une légère accélération par rapport à l'année précédente. En effet, à fin octobre 2009, les dépenses de fonctionnement ont enregistré une hausse de 12,3%, reflétant celle des charges du personnel de 6,4% et des autres biens et services de 24,6%. Au terme de la même période de l'année précédente, ces dépenses avaient augmenté de 6,1%.

1.3 Investissement

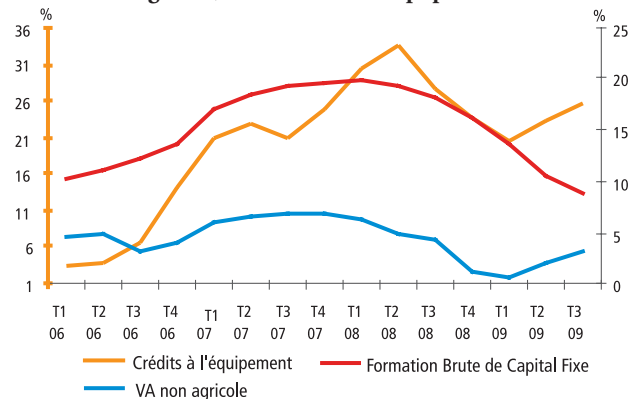
En raison principalement du ralentissement sensible de l'investissement privé, la formation brute du capital fixe devrait croître de 7,8% en 2009, contre 18,3% un an auparavant.

Graphique 1.9 : Evolution trimestrielle, en glissement annuel, de la consommation finale des ménages, des crédits à la consommation, et des recettes voyages



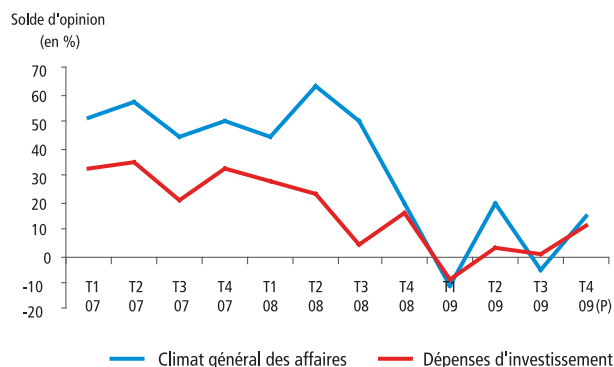
Sources : HCP, OC, calculs et prévisions de BAM

Graphique 1.10 : Evolution trimestrielle, en glissement annuel, de la formation brute de capital fixe, de la valeur ajoutée non agricole, et des crédits à l'équipement



Sources : HCP, OC, calculs et prévisions de BAM

Graphique 1.11 : Evolution du climat général des affaires et des dépenses d'investissement



Sources : Enquête de conjoncture dans l'industrie de BAM

L'analyse des différents déterminants et indicateurs avancés de l'investissement confirme cette orientation, à l'exception du crédit à l'équipement qui a progressé de 24,8% à fin octobre pour s'établir à 118 milliards de dirhams.

Ainsi, la faiblesse observée et anticipée de la demande extérieure ainsi que la sous-utilisation des capacités productives ont contribué à la baisse du rythme d'augmentation de l'investissement privé. Cette baisse peut également être expliquée par la contraction des investissements et prêts privés étrangers qui se chiffre à 33% à fin octobre. Pour leur part, les importations des biens finis d'équipement ont baissé de 9,2%, avec un recul aussi bien des importations de biens finis d'équipement agricoles que de ceux industriels. Cette évolution est en ligne avec les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib d'octobre dans l'industrie, qui indiquent une baisse de l'investissement dans les entreprises industrielles enquêtées, à l'exception de celles opérant dans les industries agro-alimentaires et les industries chimiques et parachimiques.

L'investissement public, en revanche, confirme son évolution favorable, avec une augmentation à fin octobre de 20,9% des dépenses d'investissement du Trésor. Comparativement à loi de finances actualisée de 2009, ces dépenses ont été exécutées à hauteur de 81,7% ce qui indique une tendance conforme aux prévisions initiales.

1.4 Commerce extérieur

Dans un contexte national marqué par le léger redressement de l'activité économique, les données disponibles à fin octobre 2009 continuent de refléter la transmission des effets de la conjoncture internationale. Le déficit commercial s'est, néanmoins, contracté en glissement annuel, en liaison notamment

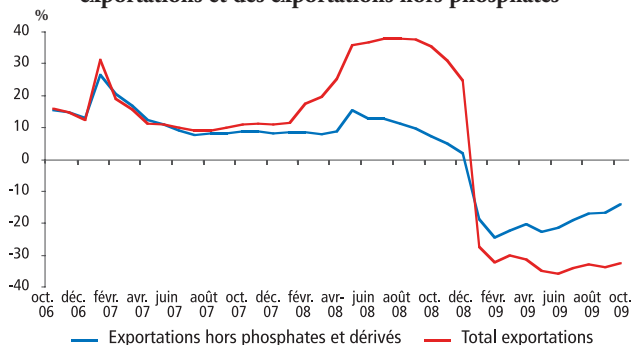
Tableau 1.2 : Evolution, en glissement annuel, de la balance commerciale à fin octobre 2009

(En millions de dirhams)	Janv.-oct.	Janv.-oct.*	Variations	
	2008	2009	Montant	%
Exportations globales	138 800,5	93 822,1	-44 978,4	-32,4
Exportations de phosphates et dérivés	48 759,3	16 316,5	-32 442,8	-66,5
Exportations hors phosphates et dérivés	90 041,2	77 505,6	-12 535,6	-13,9
Vêtements confectionnés	15 951,7	15 642,1	-309,6	-1,9
Articles de bonneterie	5 562,4	5 524,2	-38,2	-0,7
Agrumes	2 280,1	1 431,9	-848,2	-37,2
Importations globales	282 159,9	216 032,9	-66 127,0	-23,4
Importations de produits énergétiques	66 451,6	43 611,5	-22 840,1	-34,4
Importations hors produits énergétiques	215 708,3	172 421,4	-43 286,9	-20,1
Produits alimentaires	26 545,9	19 962,3	-6 583,6	-24,8
Blé	9 891,5	4 439,1	-5 452,4	-55,1
Biens d'équipement	59 441,3	53 994,0	-5 447,3	-9,2
Biens de consommation	45 040,1	43 560,6	-1 479,5	-3,3
Solde commercial	-143 359,4	-122 210,8	21 148,6	14,8

* Données provisoires

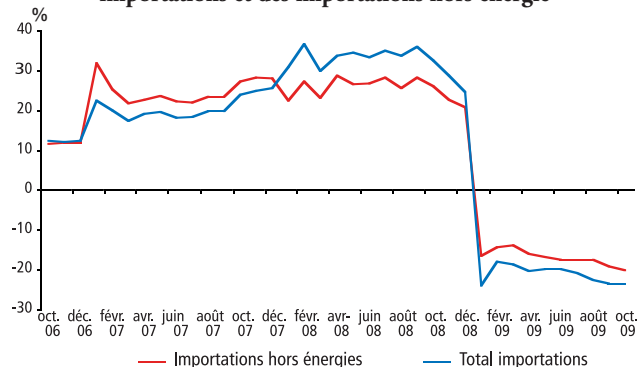
Source : OC

Graphique 1.12 : Evolution en glissement annuel du total des exportations et des exportations hors phosphates



Source : OC

Graphique 1.13 : Evolution, en glissement annuel, du total des importations et des importations hors énergie



Source : OC

avec la poursuite du recul des importations. La contribution négative du commerce extérieur à la croissance globale devrait ainsi se maintenir pour l'ensemble de l'année 2009, mais à un degré moindre comparativement aux années 2007 et 2008.

En effet, à l'issue des dix premiers mois de l'année, la balance commerciale a dégagé un solde négatif de 122,2 milliards de dirhams, en amélioration de 14,8% contre une aggravation de 28,6% pendant la même période de l'année précédente. Cette évolution est attribuable exclusivement à la baisse, de 23,4% ou 66,1 milliards de dirhams, des importations, les exportations ayant de leur côté accusé un recul de 32,4%, ou 45 milliards de dirhams. Aussi, le taux de couverture s'est-il dégradé, revenant en un an, de 49,2% à 43,4%.

Le repli des exportations résulte notamment de la baisse de 66,5% des expéditions de phosphates et dérivés et de 13,9% des autres exportations. Ainsi, les ventes à l'étranger de matériels électrique et électronique, notamment celles de fils et câbles pour l'électricité ont reculé de 47,3%. Parallèlement, les exportations des produits de la mer ont accusé une baisse de 12,9%, demeurant moins marquée que celles enregistrées en août et septembre, soit respectivement 19,6% et 16,1%. De même, les expéditions des agrumes ont enregistré un recul de 37,2%, s'inscrivant ainsi dans la tendance observée au cours des derniers mois.

En regard, le fléchissement des importations s'explique principalement par l'allègement de 34,4% de la facture énergétique, ainsi que par la diminution des produits bruts et des demi-produits respectivement de 53,9% et de 27,6%. Les acquisitions des produits finis de consommation ont, pour leur part, connu une contraction limitée à 3,3%.

La réduction des importations de produits pétroliers est due essentiellement au repli du

prix moyen de la tonne et du volume importé en pétrole brut respectivement de 41,8% et de 21,8%. Le prix moyen de la tonne importée s'est ainsi établi à 3424 dh /tonne, au terme des dix premiers mois de l'année 2009, contre 5887 dh /tonne durant la même période de l'année précédente. Les achats des autres produits énergétiques se sont inscrits globalement dans la même tendance en termes de prix. Les volumes importés ont, en revanche, augmenté de 42,7% et 8,6% respectivement pour les achats de gas-oils et fuel-oils et pour ceux du gaz de pétrole.

Les importations hors pétrole se sont inscrites en retrait de 20,1% imputable pour l'essentiel à la baisse des achats des demi-produits, en l'occurrence le fer et acier, les produits chimiques et les matières plastiques. De même, les acquisitions de denrées alimentaires ont régressé de 24,8%, sous l'effet principalement du repli de 55,1% des approvisionnements en blé, en relation notamment avec la bonne performance de la campagne agricole 2008-2009. Pour leur part, les achats de biens d'équipement industriels ont reculé de 9,2%, consécutivement au fléchissement des acquisitions de machines et appareils divers et de voitures industrielles. Enfin, les importations de produits bruts d'origine minérale se sont inscrites en baisse de 79,7%, en raison notamment de la contraction des achats de soufre brut.

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

Sur l'ensemble de l'année 2009 et particulièrement au quatrième trimestre, les estimations de Bank Al-Maghrib font de nouveau état d'un output gap global positif du fait essentiellement de l'expansion de la valeur ajoutée agricole d'une année à l'autre. En revanche, l'output gap non agricole, plus pertinent pour l'appréciation des risques inflationnistes, a de nouveau marqué des valeurs négatives au troisième et quatrième trimestre 2009, impacté en cela par la contraction de la demande étrangère et le ralentissement de la demande intérieure. De même, le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur industriel demeure en dessous de sa moyenne historique, en dépit de l'amélioration observée depuis le deuxième trimestre 2009. Sur le marché de l'emploi, le troisième trimestre 2009 a connu une stabilité du taux de chômage national en comparaison avec la même période de l'année précédente, recouvrant un recul du taux de chômage en milieu urbain et une augmentation en milieu rural. Au niveau des salaires, les données disponibles révèlent une hausse des salaires en termes réels dans le secteur privé au cours du troisième et du quatrième trimestres 2009, notamment suite à la deuxième revalorisation du SMIG qui a pris effet en juillet 2009. Globalement, et en dépit de cette évolution, les différents indicateurs des pressions sur les capacités de production confirment des pressions modérées de la demande sur les prix.

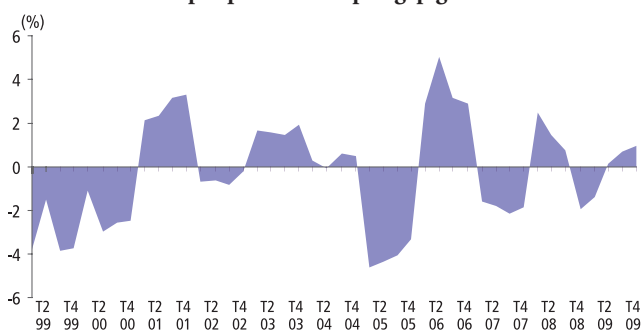
2.1 Tensions sur les capacités de production¹

En liaison avec les effets de la bonne campagne agricole 2008/2009, l'output gap global qui a affiché des valeurs légèrement positives au cours du deuxième trimestre 2009, devrait augmenter davantage durant les troisième et quatrième trimestres 2009, selon les dernières estimations de Bank Al-Maghrib (cf. Chapitre 1).

Le PIB non agricole devrait rester en dessous de son niveau potentiel pour les deux derniers trimestres de 2009, sous l'effet essentiellement de la poursuite du tassement de l'activité chez nos principaux pays partenaires. L'output-gap pondéré des principaux pays partenaires, qui représente l'une des sources principales des variations cycliques de l'activité non agricole au Maroc, devrait en effet demeurer négatif durant les quatre prochains trimestres. Dans le même temps, l'amélioration de l'activité à l'échelle internationale, observée à partir du troisième trimestre 2009 et prévue pour les prochains trimestres (Cf. chapitres 1 et 3), devrait donner lieu à une contraction de cet output-gap,

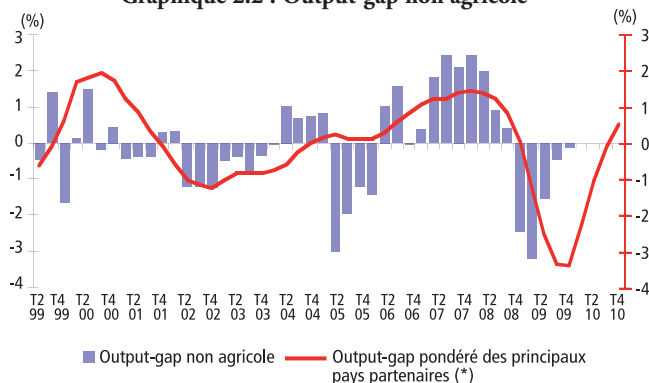
¹ Calculé sur la base des PIB des pays des 5 premiers partenaires économiques du Maroc pondérés par leurs poids respectifs dans les exportations totales du Maroc.

Graphique 2.1 : Output-gap global



Sources : HCP, estimations BAM

Graphique 2.2 : Output-gap non agricole



Sources : HCP, estimations BAM

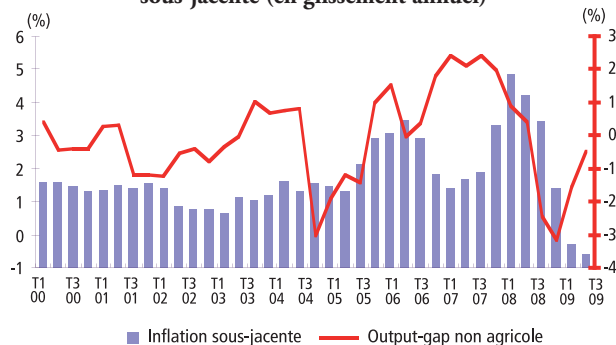
laissant ainsi entrevoir une atténuation des effets défavorables de la conjoncture internationale sur les activités non agricoles. (Graphique 2.2).

Au regard des données de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie relative au mois d'octobre 2009, le taux d'utilisation des capacités de production, après avoir enregistré une hausse de trois points de pourcentage en septembre dernier, a connu une quasi-stagnation durant le mois d'octobre à 69%. Il demeure toutefois inférieur de 2 points de pourcentage à son niveau moyen atteint depuis le lancement de l'enquête en janvier 2007. Sur le plan sectoriel, le taux d'utilisation des capacités de production a connu une stagnation dans les industries agro-alimentaires et s'est inscrit en baisse de deux points de pourcentage dans les industries chimiques et parachimiques, les industries mécaniques et métallurgiques et les industries électriques et électroniques pour s'établir, respectivement, à 72%, 56% et 74%. A l'inverse, dans les industries du textile et du cuir, il a progressé de 3 points de pourcentage, s'établissant à 65%.

Pour sa part, la productivité apparente du travail¹ dans les activités non agricoles a poursuivi sa tendance haussière entamée depuis le début de l'année, atteignant environ 112 au troisième trimestre 2009, en progression de 1% en glissement annuel, sous l'effet d'une croissance du PIB non agricole à un rythme légèrement supérieur à celui de l'emploi urbain.

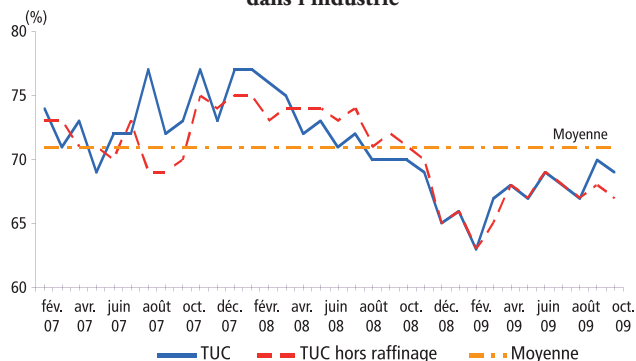
S'agissant des coûts de production dans l'industrie, selon les résultats de l'enquête, ils ont connu une hausse dans l'ensemble des branches, particulièrement dans les industries électriques et électroniques et les industries agro-alimentaires. Les coûts financiers et les coûts des matières premières ont représenté les principales sources de cette progression durant le troisième trimestre 2009. Les coûts salariaux

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



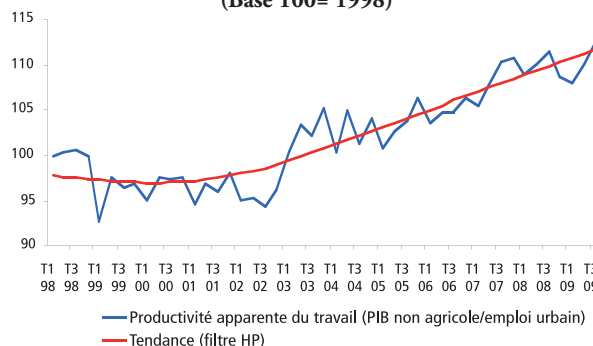
Sources : HCP, estimations BAM

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



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

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



Sources : HCP, estimations BAM

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

y ont également contribué après la deuxième revalorisation du SMIG intervenue à partir de juillet 2009.

Au niveau sectoriel, les coûts financiers et énergétiques ont constitué les principales sources d'augmentation du coût unitaire de production dans les industries agro-alimentaires, les industries chimiques et parachimiques et les industries du textile et du cuir. Dans les industries électriques et électroniques, le niveau des salaires et des prix de l'énergie ont représenté les deux facteurs essentiels ayant affecté les coûts de production.

2.2 Tensions sur le marché du travail

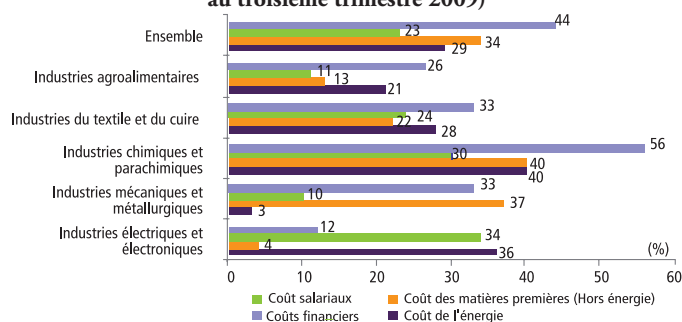
Au terme du troisième trimestre 2009, la population active âgée de 15 ans et plus a atteint 11.314.000 personnes, en hausse d'environ 0,2% par rapport à la même période de l'année 2008. Cette évolution résulte de la hausse de 1,2% de la population active en milieu urbain, celle du milieu rural ayant baissé de 1,1%. En conséquence, le taux d'activité s'est établi à 49,8%, en baisse de 0,8 point de pourcentage.

Sur le marché du travail, le troisième trimestre 2009 a été caractérisé par un léger accroissement de la population active occupée, en comparaison avec la même période de l'année précédente. Néanmoins, le taux d'emploi a reculé de 0,7 point de pourcentage pour s'établir à 44,9%, en raison de la progression du nombre d'emplois à un rythme légèrement inférieur à celui de la population âgée de plus de quinze ans.

Par milieu de résidence, le taux d'emploi urbain est resté quasi stable à 37,5%, alors que celui du milieu rural a reculé de 1,3 point de pourcentage pour s'établir à 55,7%.

Selon le HCP, le taux de chômage global est resté quasiment stable autour de 9,8% en

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



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

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

En millions	T3 - 2008			T3 - 2009		
	Urbain	Rural	Ens.	Urbain	Rural	Ens.
Population active et emploi						
Population active ⁽²⁾	5,86	5,43	11,29	5,93	5,37	11,31
Taux d'activité (en%)	44,5	59,3	50,6	44	58,2	49,8
Population active occupée	4,95	5,22	10,17	5,05	5,15	10,2
Taux d'emploi (en%) ⁽³⁾	37,6	57	45,6	37,5	55,7	44,9
Chômage						
Population active en chômage	0,91	0,21	1,12	0,87	0,22	1,1
Taux de chômage (en%)	15,5	3,9	9,9	14,8	4,3	9,8
Selon le diplôme						
. Sans diplôme	8,9	2,6	4,8	7,5	2,9	4,6
. Ayant un diplôme	21,1	12,4	19,5	20,5	12	18,9

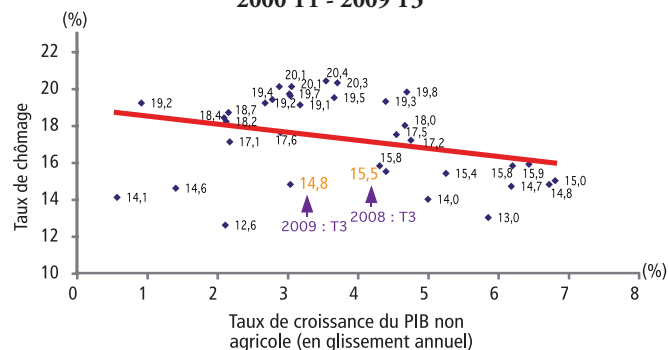
(1) Données redressées selon les nouvelles projections de la population

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

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

Source : HCP

Graphique 2.7 : Croissance non agricole et chômage urbain, 2000 T1 - 2009 T3



Sources : HCP et calculs BAM

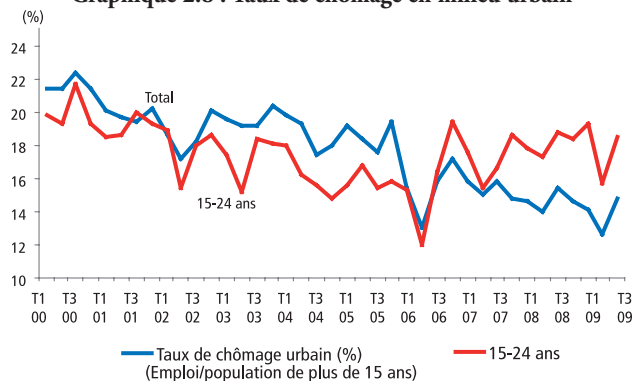
comparaison avec le même trimestre de l'année précédente. Toutefois, par milieu de résidence, le taux de chômage urbain a enregistré une régression significative, revenant de 15,5% à 14,8%, tandis qu'en milieu rural, ce taux a augmenté de 0,4 point de pourcentage pour atteindre 4,3%.

Par tranche d'âge, les baisses du taux de chômage ont concerné uniquement les tranches 15-24 ans et 25-34 ans (-0,3 point chacune). Par contre, les tranches de 35-44 ans et plus de 44 ans ont enregistré une hausse du taux de chômage passant respectivement de 5,4% à 6% et de 1,9% à 2%. Parallèlement, le taux de chômage des diplômés a marqué une baisse plus rapide que celle des personnes sans diplôme.

Par ailleurs, le marché de l'emploi a connu durant le troisième trimestre 2009 une création nette de 128.400 postes rémunérés contre une perte nette de 94.400 postes d'emploi non rémunérés. Au niveau sectoriel, les créations d'emploi ont concerné essentiellement le secteur des services avec 72.400 nouveaux emplois (+1,9%) et le secteur du bâtiment et travaux publics (BTP) avec 68.800 emplois, en hausse de 7,6%. En revanche, le secteur industriel, davantage impacté par le ralentissement de la demande extérieure, a connu une perte nette de 4.400 postes.

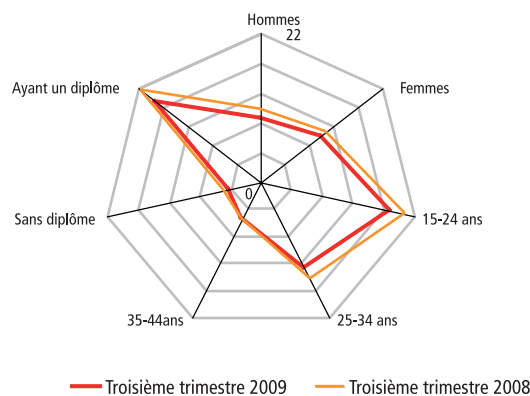
Dans les entreprises industrielles figurant dans l'échantillon de l'enquête de conjoncture de BAM, les effectifs employés ont marqué une quasi-stabilité au troisième trimestre 2009 par rapport au trimestre précédent. Cette situation recouvre un renforcement du personnel dans les industries agro-alimentaires et les industries électriques et électroniques, une baisse des effectifs dans les industries du textile et du cuir et une quasi-stabilité dans les autres branches. En revanche, les chefs d'entreprises

Graphique 2.8 : Taux de chômage en milieu urbain



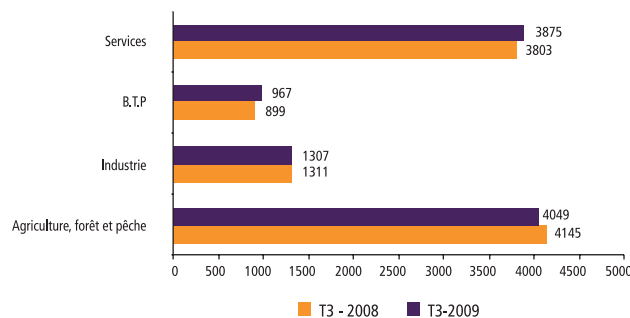
Source : HCP

Graphique 2.9 : Evolution de la structure du chômage par sexe, âge et diplôme



Source : HCP

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



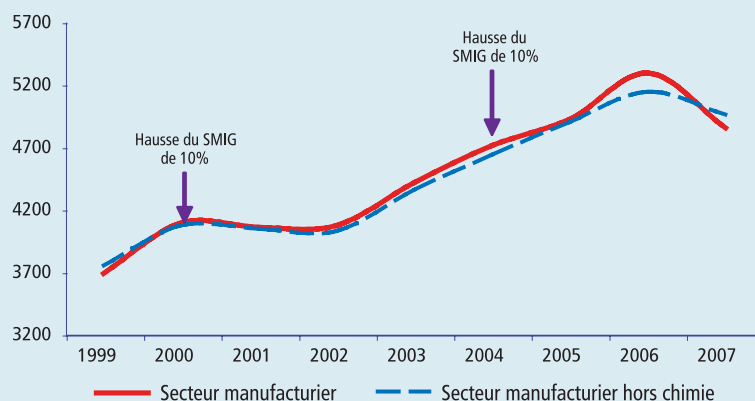
Sources : HCP, estimations de BAM

Encadré 2.1 : Evaluation du coût unitaire du travail du secteur manufacturier

Dans le cadre des travaux menés par Bank Al-Maghrib pour l'examen et le suivi de la compétitivité extérieure du Maroc, il a été procédé à l'élaboration d'un premier cadre d'évaluation du coût unitaire du travail (CUT) du secteur manufacturier qui représente une composante essentielle des coûts de production des biens et services. En effet, l'augmentation du CUT indique généralement une croissance de la rémunération moyenne du travail par salarié plus rapide que celle de la productivité du travail, ce qui peut engendrer des pressions sur les prix à la production.

L'élaboration d'un indice pour le secteur manufacturier national a ainsi été effectuée sur la base des résultats de l'enquête annuelle sur les industries de transformation du Ministère de l'Industrie du Commerce et des Nouvelles Technologies. Il est défini comme étant, pour chaque branche, le rapport entre la masse salariale et la valeur ajoutée déflaté par l'indice des prix à la production industrielle. L'analyse de cet indice en termes réels durant la période 1999-2007, montre qu'après une légère baisse en 2001, il a enregistré une hausse de 3,2% en moyenne entre 2002 et 2007, avec cependant un recul ponctuel en 2007, en liaison principalement avec l'amélioration du taux de croissance de la valeur ajoutée dans l'industrie chimique suite à la hausse des prix des produits phosphatés (Graphique E 2.1). La tendance haussière du CUT est imputable à la croissance de la rémunération moyenne du travail par salarié au Maroc à un rythme supérieur à celui de la productivité du travail.

Graphique E 2.1 : Salaire moyen et productivité du secteur manufacturier marocain (23 branches de 1998 à 2007)

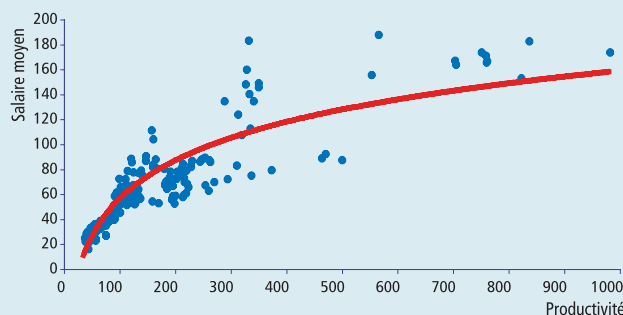


Source: Ministère de l'Industrie, du commerce et des nouvelles technologies, calculs BAM

Ainsi, le salaire moyen a augmenté de 4% en moyenne durant la période 1999-2007, sous l'effet notamment des différentes augmentations du salaire minimum interprofessionnel garanti (SMIG). Durant la période 1999-2007, le SMIG a augmenté de 2,3% en moyenne par an (10% en 2000 et 2004), ce qui a dû probablement impacter négativement la demande de travail et contribuer à l'augmentation du coût unitaire du travail au Maroc, affectant ainsi, toutes choses égales par ailleurs, la compétitivité extérieure du Maroc.

Graphique E 2.2 : Evolution du CUT dans le secteur manufacturier (1999-2007)

Le graphique E 2.2 montre que la relation entre le salaire moyen et la productivité au Maroc semble suivre une forme logarithmique, ce qui laisse indiquer que le salaire moyen progresse plus rapidement que la productivité du travail. Une régression économétrique du salaire moyen sur la productivité pour l'ensemble des 23 branches industrielles, permet d'attribuer 62% de la variation du salaire moyen dans le secteur manufacturier marocain à la différence de productivité moyenne.



Source: Ministère de l'Industrie, du commerce et des nouvelles technologies, calculs BAM

Parallèlement, pour mesurer la compétitivité extérieure du secteur manufacturier marocain en termes de coûts du travail, nous avons estimé le coût unitaire du travail relatif (CUTR), qui repose sur la position relative du pays par rapport à celle de ses partenaires et concurrents¹. Cet indicateur est défini pour un pays i, comme étant la somme des coûts unitaires du travail des pays partenaires et concurrents j (CUTj), pondérés par le poids du pays j dans les exportations du pays i (WPj,i).

La formule s'écrit comme suit :

$$CUTR_i = \left(\sum_{j=1}^n WP_{j,i} \cdot CUT_j \right) / \sum_{j=1}^n WP_{j,i}$$

L'analyse de cet indicateur montre qu'il suit la même tendance que celui de nos principaux partenaires (Graphique E 2.3). Le CUT relatif marocain a connu une hausse annuelle moyenne de 10% entre 1985 et 1995 suivie par une baisse annuelle moyenne de 6% durant la période 1996-2000. La période 2001-2008 a connu, quant à elle, l'accélération du niveau du CUT avec une hausse annuelle moyenne de 6%.

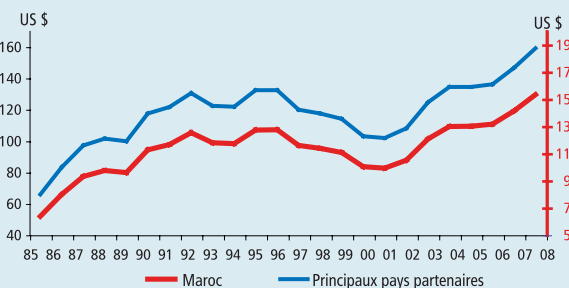
Il ressort de l'analyse de cet indicateur que la compétitivité-coût du Maroc s'est affaiblie comparativement à plusieurs pays émergents compte tenu d'un niveau de productivité plus élevé que celui du Maroc. En effet, la progression du CUT marocain entre 2001 et 2008 a dépassé de 25% celle des pays émergents. Par contre, cet indicateur a progressé moins vite que dans la Zone euro et dans les pays développés, soit respectivement -5% et -3%,

La progression du CUT marocain a dépassé de 83%, de 64% et de 42% respectivement celle de la Pologne, de la République Tchèque et de la Hongrie entre 2001 et 2008. Le CUT marocain a en revanche augmenté légèrement moins vite que celui de la France et de l'Espagne. En matière de productivité, le Maroc se situe à un niveau globalement faible, en comparaison avec des pays tels que la Grèce, la Hongrie, la Pologne et la Bulgarie.

Globalement, la contre-performance du Maroc au niveau du coût du travail est à la fois le résultat d'un accroissement salarial, en particulier suite aux différentes revalorisations du SMIG, et d'une productivité plus faible comparativement à celle des pays émergents. Par ailleurs, les secteurs qui ont contribué le plus à la création d'emplois au Maroc durant les dernières années (BTP et services) sont également ceux qui ont les plus faibles niveaux relatifs de productivité par tête et les plus faibles gains tendanciels de productivité.

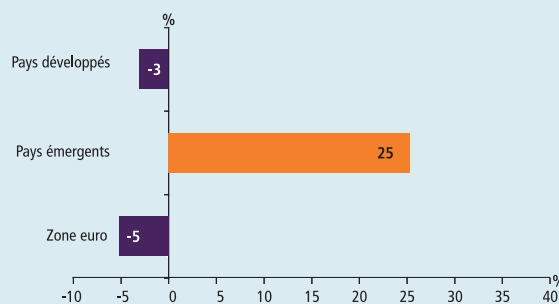
1 Il s'agit des 12 pays dont le poids dans les exportations totales du Maroc dépasse 1%.

Graphique E 2.3 : CUT relatif du secteur manufacturier au Maroc et dans ses pays partenaires entre 1985 et 2008



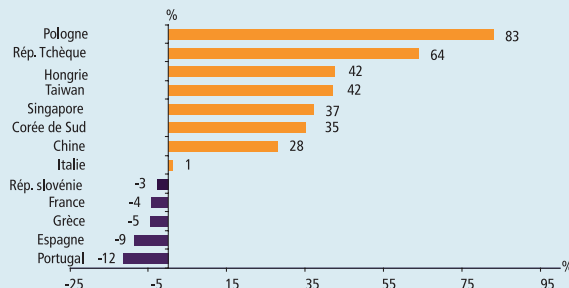
Sources : Datastream et calculs de BAM

Graphique E 2.4 : Variation du CUT du secteur manufacturier au Maroc par rapport à certains groupes de pays entre 2001 et 2008



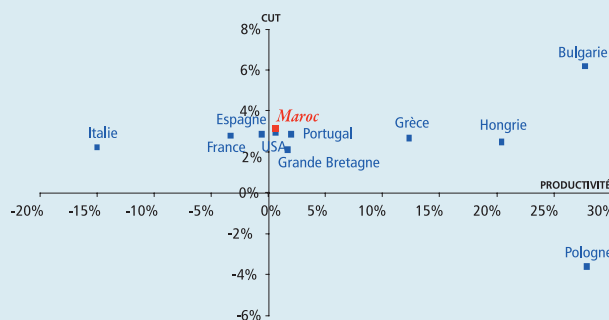
Sources : Datastream et calculs de BAM

Graphique E 2.5 : Variation du CUT du secteur manufacturier au Maroc par rapport à d'autres pays entre 2001 et 2008



Sources : Datastream et calculs de BAM

Graphique E 2.6 : Taux de croissance du CUT et de la productivité (1999-2008)



Sources : Datastream et calculs de BAM

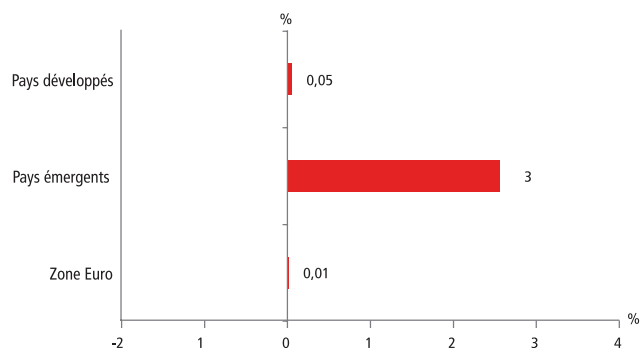
du secteur industriel anticipent une progression des effectifs durant le prochain trimestre, notamment dans les industries électriques et électroniques.

Le coût unitaire du travail relatif (voir encadré 2.1) a progressé sur la période allant du deuxième trimestre 2008 au deuxième trimestre 2009 dépassant d'environ 3% celui des pays émergents. Il a également augmenté légèrement plus vite que celui de la zone euro et des pays développés. Par ailleurs, le troisième trimestre 2009 a été caractérisé par la deuxième revalorisation du SMIG qui a pris effet à partir du 1er juillet 2009. Ainsi, le salaire horaire minimum des ouvriers et employés de l'industrie, du commerce et des professions libérales a augmenté de 5% en nominal.

De même, les résultats de l'enquête de conjoncture de BAM dans l'industrie relatifs au troisième trimestre 2009, confirment la hausse du niveau des salaires, avec un solde d'opinion de 23%.

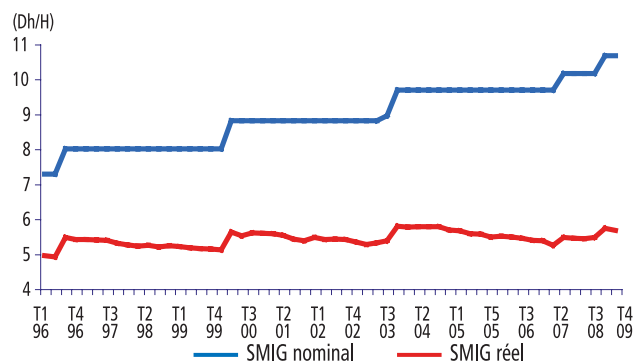
Globalement, l'analyse de l'évolution des différents facteurs de risques laisse entrevoir la poursuite de la modération des pressions de la demande sur les prix au cours des prochains trimestres, en liaison avec le ralentissement de l'activité non agricole, la stabilité du taux de chômage et la faible utilisation des capacités de production.

Graphique 2.11 : Variation du CUT du secteur manufacturier au Maroc par rapport à certains groupes de pays, 2008T2-2009T2



Sources : Datastream et calculs BAM

Graphique 2.12 : SMIG trimestriel en termes nominal et réel



Sources : Ministère de l'emploi, calculs et estimations de BAM

3. ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL ET PRIX À L'IMPORTATION

Les données récentes tendent à indiquer que l'économie mondiale s'oriente lentement vers une phase de reprise après plusieurs trimestres consécutifs de récession. Cette orientation de l'activité économique mondiale demeure, cependant tirée davantage par le regain de croissance dans les pays émergents et en développement, notamment en Asie. Au niveau des pays développés, des signes d'amélioration ressortent à nouveau des comptes nationaux du troisième trimestre 2009 et des données relatives aux indicateurs de haute fréquence d'octobre et novembre. Cependant, le maintien du taux de chômage à des niveaux historiquement élevés et la persistance du tassement du crédit, dont la baisse annuelle s'est établie à 5% et à 0,8% respectivement aux Etats-Unis et dans la zone euro, constituent des facteurs de risques significatifs qui invitent à la vigilance quant à la vitesse et à l'ampleur de la reprise à l'international, particulièrement dans les principaux partenaire du Maroc. De même, la durabilité de l'impact positif des actions de politique économique sur la demande et la croissance constitue une source importante d'incertitude. Les dernières projections de croissance de la plupart des organismes internationaux, comme le Fonds Monétaire International, l'OCDE et la Commission Européenne, intègrent cet optimisme prudent, laissant entrevoir une décélération moins forte que prévu de l'activité économique pour l'année 2009 et une légère révision à la hausse des prévisions pour 2010. L'inflation mondiale, dans un contexte de redressement des cours des produits de base, semble avoir atteint un point bas en octobre et a connu sa première valeur positive dans les pays industrialisés en novembre. Cette orientation devrait vraisemblablement se maintenir en 2010 en liaison avec l'amélioration des perspectives économiques. Au total, les développements de l'environnement international demeurent conditionnés par la matérialisation de la reprise prévue de la demande et par la probabilité d'accroissement des pressions actuelles sur les marchés des matières premières et de certains actifs financiers. Leur contribution à la modération des tensions inflationnistes au niveau national, telle qu'évaluée dans les précédents rapports de la politique monétaire de l'année 2009, pourrait être reconsidérée si ces facteurs de risques prennent plus d'ampleur durant les prochains mois.

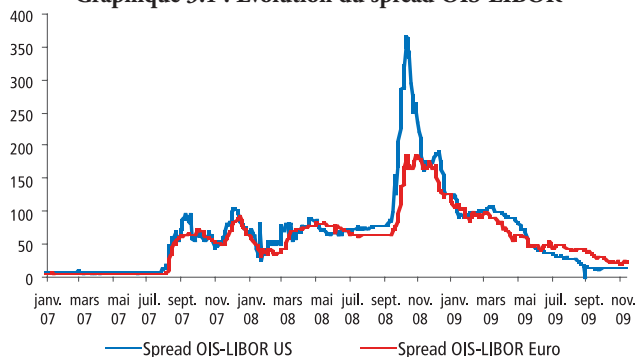
3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde

L'environnement international s'est caractérisé au cours des derniers mois par une atténuation des effets récessifs et une certaine amélioration des conditions financières, à l'exception du crédit, toujours en ralentissement.

3.1.1 Conditions financières

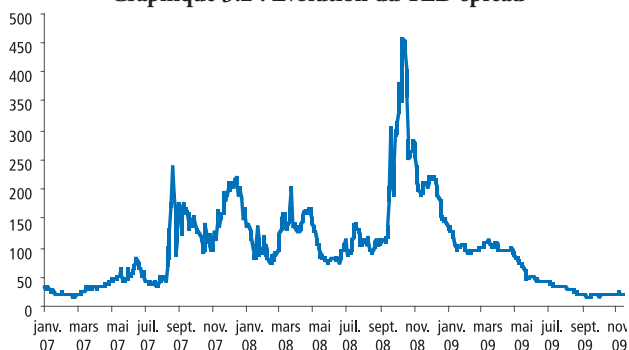
L'évolution des marchés monétaires a été marquée au cours des derniers mois par un retour des spreads à leurs niveaux d'avant crise, le statu quo sur les taux directeurs, conjugué à l'amélioration de la confiance ayant permis d'abaisser considérablement le libor et l'euribor. Malgré cela, la faiblesse des volumes de transactions sur ces marchés suggère la persistance d'une certaine défiance de la part des opérateurs.

Graphique 3.1 : Evolution du spread OIS-LIBOR



Sources : Datastream et calculs BAM

Graphique 3.2 : Evolution du TED spread



Sources : Datastream et calculs BAM

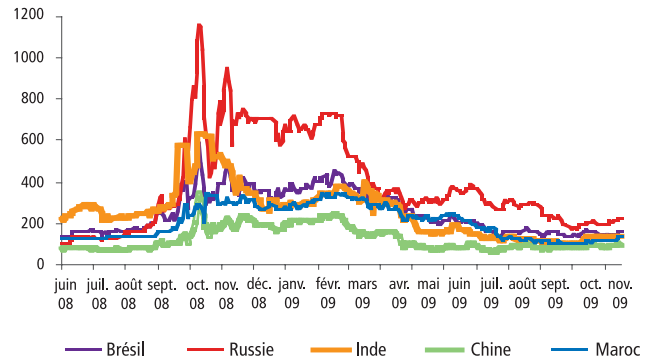
Similairement, le marché obligataire fait preuve d'une relative constance. En effet, après la nette repentification de la courbe des taux sous l'effet de l'amenuisement des risques de déflation et de la révision à la hausse des prévisions de croissance, les taux longs se sont quelque peu stabilisés. Les marchés de la dette publique des pays émergents poursuivent pour leur part leur amélioration, les Credit Default Swaps¹ étant revenus à une moyenne de 150 points de base contre leur pic de 380 points à fin 2008.

Alors que la normalisation des conditions financières semblait s'être pleinement reflétée au niveau des indices boursiers au cours des derniers mois, les marchés d'actions des économies avancées, quoiqu'en hausse de 15% depuis le début de l'année, connaissent à nouveau des pressions à la baisse. L'annonce de certaines nouvelles conjoncturelles jugées décevantes (taux de chômage et indices de confiance des consommateurs) ont en effet ranimé les doutes sur la solidité de la reprise, causant ainsi des prises de bénéfices massives et un regain d'aversion au risque. Au niveau des pays émergents et producteurs de matières premières, le net rebond des marchés d'actions s'est poursuivi, l'indice MSCI EM² s'étant apprécié de 58% depuis le début de l'année. La rapidité et l'ampleur de la reprise ainsi observée, laisse toutefois craindre l'émergence de bulles de prix d'actifs dans ces pays.

En dépit de la stabilisation de la situation sur les marchés monétaire et obligataire impliquant une normalisation du coût des ressources pour les banques et du vigoureux redressement du produit net bancaire des grands établissements européens et américains, le marché du crédit demeure morose dans les économies avancées. Le taux annuel de progression du crédit a été

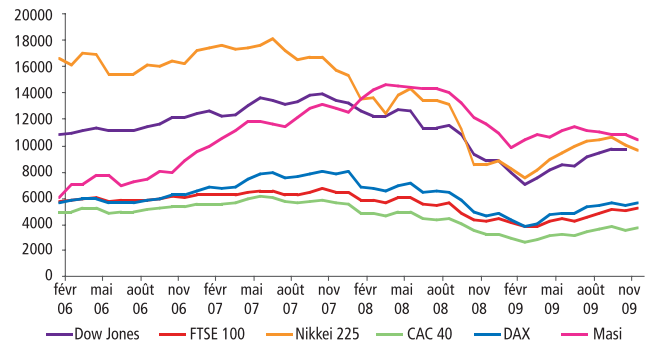
1 Les Credit Default Swaps sur dette souveraine des pays émergents correspondent à des primes d'assurance contre le risque de défaut d'une dette souveraine. Leur évolution mesure le degré d'aversion au risque des investisseurs quant à la capacité de ces pays à honorer leurs engagements.
 2 L'indice boursier MSCI EM est un indice boursier composite mesurant la performance des marchés d'actions des pays d'Europe Centrale, du Moyen Orient et d'Afrique, dont le Maroc

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



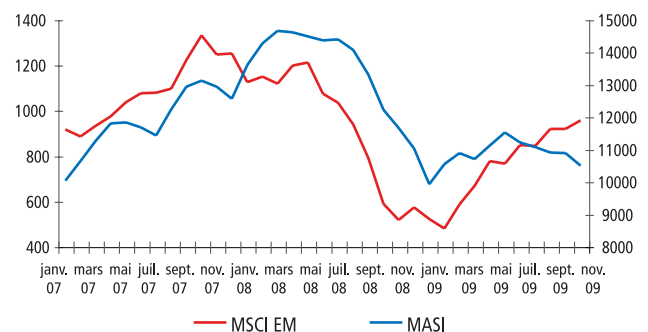
Sources : Datastream et calculs BAM

Graphique 3.4 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées et du Maroc



Sources : Datastream et calculs BAM

Graphique 3.5 : Evolution de l'indice MSCI EM



Sources : Datastream et calculs BAM

en octobre de -0,8% dans la zone euro et de -5% aux Etats-Unis. Au cours des prochains mois, le crédit devrait rester atone en raison de la faiblesse de la demande de crédits à la consommation (dégradation des marchés du travail) et de ceux de financements de la part des entreprises non financières toujours réticentes à investir.

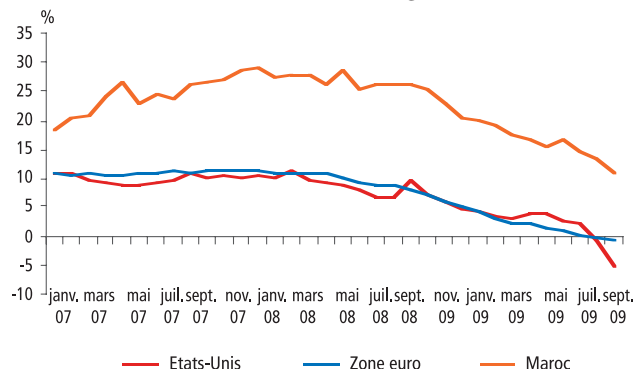
3.1.2 Activité économique dans le monde

Dans un contexte d'atténuation de plus en plus marquée des effets de la récession, les indicateurs les plus récents confirment une stabilisation de l'activité économique internationale, portée par un regain de croissance dans les pays émergents notamment en Asie, et par des signes croissants de stabilisation voire de redressement modeste dans les autres pays. En outre, les résultats des comptes nationaux disponibles du troisième trimestre 2009 et les indicateurs de haute fréquence d'octobre et novembre, ainsi que les dernières projections de croissance, confirment ce redémarrage global de l'activité économique.

Au troisième trimestre de 2009, l'économie mondiale a montré des signes croissants de stabilisation de l'activité, tendance qui commence à se confirmer notamment pour les pays développés et particulièrement aux Etats-Unis et dans la zone euro.

Les dernières données relatives aux comptes nationaux trimestriels et aux indicateurs de haute fréquence indiquent que la contraction de l'activité économique est arrivée à son terme et que l'économie mondiale est de nouveau en phase ascendante, tendance qui se confirme notamment pour les économies émergentes et développés.

Graphique 3.6 : Evolution du crédit aux Etats-Unis dans la zone euro et au Maroc, en glissement annuel



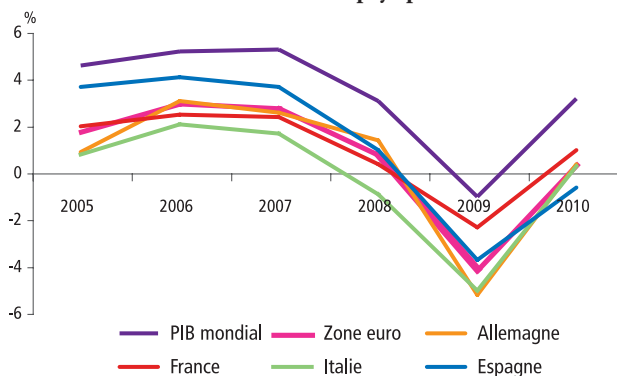
Sources : Datastream et calculs BAM

Tableau 3.1 : Evolution de la croissance dans le monde

	Projections					
	CE		OCDE		FMI	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010
PIB mondial	-	-	-	-	-1,1	3,1
Etats-Unis	-2,5	2,2	-2,5	2,5	-2,7	1,5
Zone euro	-4,0	0,7	-4	0,9	-4,2	0,3
Allemagne	-5,0	1,2	-4,9	1,4	-5,3	0,3
France	-2,2	1,2	-2,3	1,4	-2,4	0,9
Italie	-4,7	0,7	-4,8	1,1	-5,1	0,2
Espagne	-3,7	-0,8	-3,6	-0,3	-3,8	-0,7
Royaume Uni	-4,6	0,9	-4,7	1,2	-4,4	0,9
Chine	-	-	8,3	10,2	8,5	9,0
Inde	-	-	6,1	7,3	5,4	6,4
Brésil	-	-	0	4,8	-0,7	3,5
Russie	-7,2	2,3	-8,7	4,9	-7,5	1,5

Sources : FMI, Commission européenne et OCDE

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



Source : FMI

Aux Etats-Unis, le PIB a renoué avec la croissance au troisième trimestre 2009, enregistrant une progression de 2,8% en rythme annuel selon une deuxième estimation du Département américain du commerce au lieu d'une baisse de 0,7% au trimestre précédent.

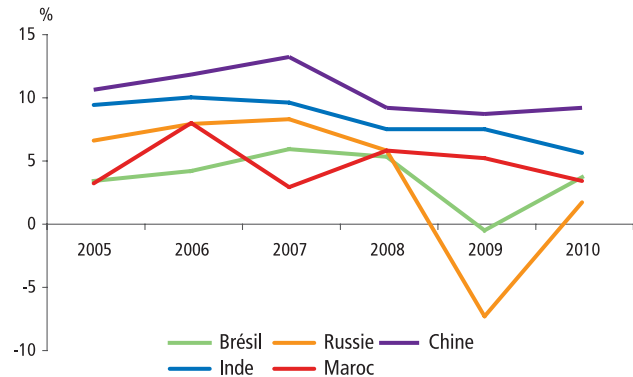
Dans la zone euro, le PIB a augmenté de 0,4% au troisième trimestre 2009 après une contraction de 0,2% enregistrée au trimestre précédent.

Concernant les principaux partenaires du Maroc, en particulier en France, en Allemagne et en Italie, la croissance au troisième trimestre a affiché une valeur positive de 0,3%, de 0,7% et de 0,6% en variation trimestrielle. En Espagne, le PIB a en revanche affiché une baisse, qui s'est toutefois atténuée, revenant à 0,3% au lieu de 1,1% enregistrée un trimestre auparavant.

Les indicateurs de haute fréquence d'octobre et novembre 2009, indiquent une amélioration de l'activité économique observée depuis le milieu du troisième trimestre de l'année, accompagnée d'un renforcement des anticipations de rebond conjoncturel à court terme. Dans la zone euro, certains indicateurs de haute fréquence disponibles pour le mois d'octobre et novembre 2009 ont connu une amélioration. C'est le cas de l'indice PMI Flash Composite avancé de l'activité globale, qui a atteint 53 points en octobre, soit une hausse de 1,9 point d'un mois à l'autre et de 16,8 points depuis son plus bas niveau historique enregistré en février 2009.

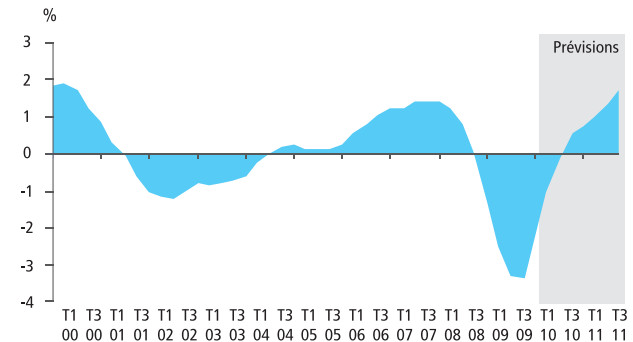
Aux Etats-Unis, l'amélioration observée au niveau des indicateurs avancés disponibles à fin novembre augure de l'amorce d'un redressement de l'activité économique. En effet, L'indice composite avancé de confiance des consommateurs s'est établi à 49,5 en novembre, après 48,7 en octobre, en hausse de 1,7% d'un mois à l'autre.

Graphique 3.8 : Evolution du PIB dans les économies émergentes (Brésil, Russie, Inde, Chine) et au Maroc



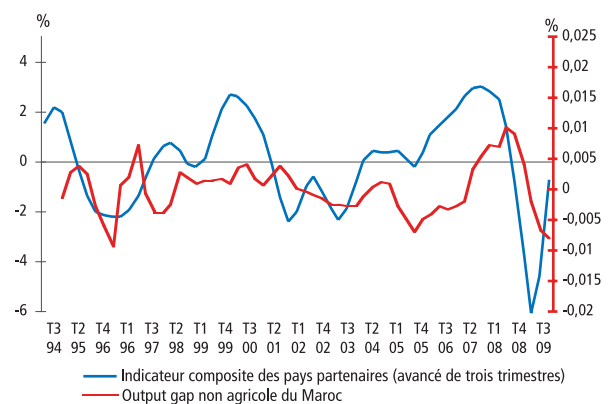
Source : FMI

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



Sources : Commission européenne et calculs BAM

Graphique 3.10 : Indicateur composite avancé pondéré des pays partenaires et Output gap non agricole du Maroc



Sources : OCDE et calculs BAM

Par ailleurs, l'indice composite avancé des pays partenaires, élaboré par Bank-Al Maghrib, dans le cadre de l'amélioration de la fréquence de suivi de la conjoncture internationale, s'est établi à 97,5 au troisième trimestre contre 94,3 le trimestre précédent. Son évolution confirme ainsi l'amélioration prévisible de la conjoncture chez les pays partenaires.

Malgré la multiplication des signes de reprise provenant des différents indicateurs internationaux, des craintes subsistent quant à la vigueur de ce rebond, au vu du taux de chômage qui demeure élevé aux Etats-Unis comme dans la zone euro. En effet, en octobre le taux de chômage s'est élevé à 10,2% aux Etats-Unis et a stagné à 9,8% dans la zone euro, avec notamment un taux de 10,1% en France et 19,3% en Espagne.

Concernant les perspectives à court terme, selon le FMI, la zone euro afficherait une baisse du PIB de 4,2% en 2009 et une hausse de 0,3% en 2010. Pour l'OCDE et la Commission Européenne, le PIB afficherait une baisse similaire de 4% en 2009, contre une hausse de 0,7% et 0,9% prévue respectivement en 2010.

Les prévisions pour les principaux partenaires du Maroc, selon les mêmes sources, font état d'une contraction du PIB allant de 2,2% à 2,4% en 2009 et une reprise variant entre 0,9% et 1,4% en 2010 en France. En Allemagne, le repli de l'activité varierait entre 4,9% et 5,3% en 2009, tandis que la croissance en 2010 s'établirait aux alentours de 1,2%. S'agissant de l'Espagne, la contraction du PIB oscillerait entre 3,6% et 3,8% en 2009 et entre 0,3% et 0,7% en 2010. En Italie, une légère reprise en 2010 devrait succéder à un repli avoisinant 5% en 2009.

Dans les pays émergents, le PIB afficherait en 2009 une progression de 8,5% à 10,2% et de 5,4% à 7,3% respectivement en Chine et en Inde. En revanche, le Brésil et la Russie enregistreraient des baisses respectives du PIB de 0,7% et 7,5% en 2009.

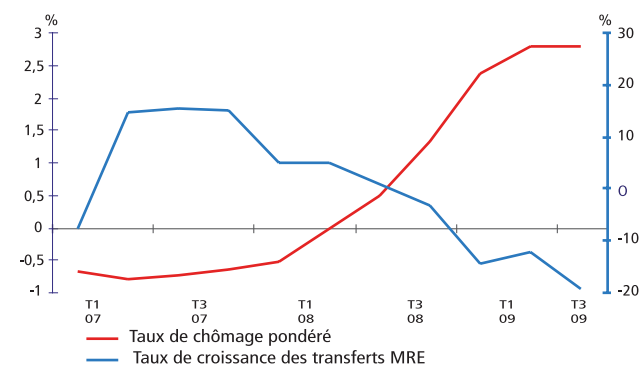
Tableau 3.2 : Evolution récente de l'inflation dans le monde en glissement annuel

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

(*) Indices harmonisés

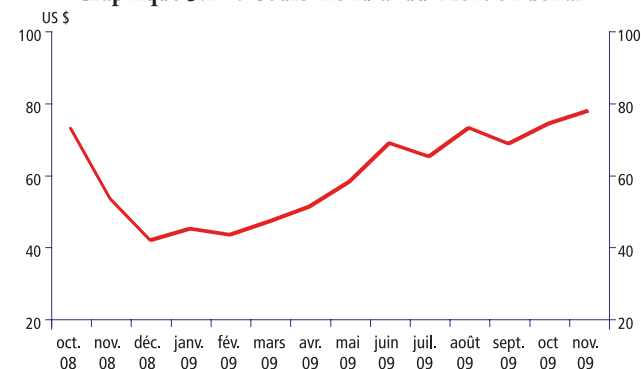
Sources : FMI, Eurostat pour les données historiques, OCDE pour les prévisions

Graphique 3.11 : Evolution du taux du chômage pondéré des pays partenaires et du taux de croissance des transferts MRE, en glissement annuel



Source : Datastream et calculs BAM

Graphique 3.12 : Cours mondial du Brent en dollar



Source : Datastream

Encadré 3.1 : Précisions sur l'indice composite pondéré des pays partenaires et sur l'indicateur de chômage pondéré

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

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

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

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

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

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

3.2 Inflation dans le monde

Dans un environnement international de reprise de l'activité économique conjuguée à des perspectives de redressement à court terme, des estimations préliminaires publiées par Eurostat font ressortir un rebond de 0,6% de l'inflation en novembre 2009 dans la zone euro, au lieu d'une baisse de 0,1% en octobre.

Dans les pays partenaires, notamment en Espagne et en Italie, les données préliminaires de novembre font ressortir une même tendance à la hausse de l'inflation établie respectivement à 0,4% et 0,8%, au lieu de -0,7% et 0,3% enregistrée le mois précédent. En Allemagne, l'inflation s'est inscrite en hausse à 0,3% après un taux nul le mois précédent.

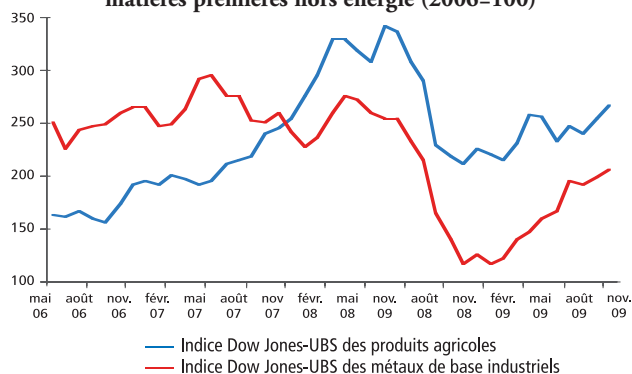
Après une décélération des prix à la consommation depuis le mois d'août 2008, la hausse ainsi observée de l'inflation en novembre 2009, est imputable principalement à la progression récente des cours internationaux des matières premières, pétrole en particulier et, dans une moindre mesure, à l'amorce de la reprise de l'activité économique dans la plupart des pays développés et émergents.

S'agissant des perspectives d'inflation, les prévisions d'octobre 2009 du FMI, font état d'une hausse des prix dans les pays avancés de 0,1% en 2009 et de 1,1% en 2010. Dans les pays émergents et en développement, l'inflation serait de 5,5% en 2009 et de 4,9% en 2010.

Pour les Etats-Unis, le FMI et l'OCDE prévoient une inflation négative de 0,4% en 2009, suivie d'une hausse des prix à la consommation de l'ordre de 1,7% en 2010.

Pour la zone euro, les prévisions tablent sur une inflation entre 0,2% et 0,3% en 2009 et entre 0,8% et 0,9% en 2010.

Graphique 3.13 : Evolution de l'indice Dow Jones UBS des matières premières hors énergie (2006=100)



Sources : Datastream et calculs BAM

Tableau 3.3 : Evolution des futures et des prévisions de blé par trimestre

Blé (Cts/b.u)	T4 2009	T1 2009	T2 2010	T3 2010	2010
Futures	513,58	582,98	597,58	590,5	597,76
Prévisions	550	550	570	585	575

Source : Bloomberg

A moyen terme, et au vu des dernières évolutions de la conjoncture économique, l'inflation au niveau international pourrait connaître une nouvelle phase de hausse, en liaison avec la reprise de l'activité économique et le redressement des cours des produits de base.

3.3 Prix du pétrole

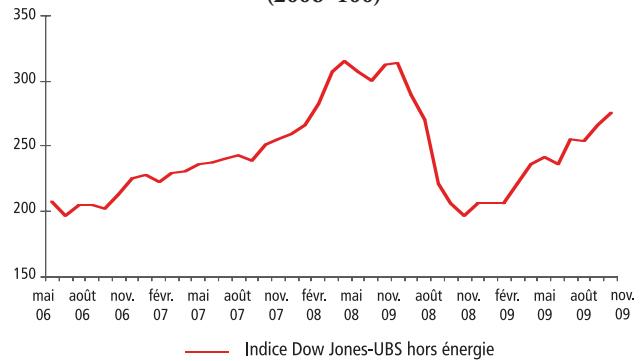
En novembre 2009, les prix du Brent ont augmenté de 4% d'un mois à l'autre, pour atteindre en moyenne 77 dollars le baril. Cette évolution s'explique par la baisse des stocks mondiaux, en particulier aux Etats-Unis, la dépréciation du dollar et les perspectives d'une hausse de la demande pétrolière mondiale en 2009 et 2010 principalement en Chine et en Inde.

Sur l'ensemble des onze premiers mois de l'année 2009, le cours du baril du Brent a atteint en moyenne 60,7 dollars le baril, au lieu de 102,7 dollars le baril durant la même période de l'année précédente, demeurant ainsi en repli de 69% en glissement annuel.

Selon les dernières projections économiques mondiales d'octobre 2009 du FMI, le prix du pétrole devrait terminer l'année 2009 à un niveau moyen de 61,5 dollars le baril, avant de culminer à 76,5 dollars en 2010. Cette révision à la hausse marque une rupture avec l'édition des perspectives de juillet 2009 qui prévoyait des prix respectifs de 60,5 dollars et 74,5 dollars le baril. Sur le marché des futures, le prix du pétrole s'établirait en moyenne à 82,1 dollars le baril en 2010 et à 85,7 dollars en 2011.

Globalement, ces prévisions d'évolution du marché pétrolier intègrent essentiellement l'amorce du redressement de l'activité économique mondiale, le regain de confiance des investisseurs pour le marché pétrolier et les

Graphique 3.14 : Evolution de l'indice Dow Jones UBS des prix des produits agricoles et des métaux de base industriels (2006=100)



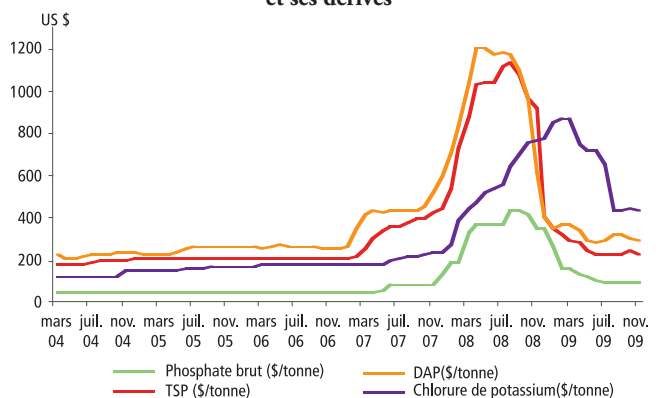
Sources : Datastream et calculs BAM

Tableau 3.4 : Prévisions du prix actuel du pétrole (Brent) sur le marché des futures(en dollars US)

T4 2009	T1 2010	T2 2010	T3 2010	Année 2010	Année 2011
75,5	79,5	80,5	78,5	82,1	85,7

Source : Bloomberg

Graphique 3.15 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés



Source : Banque mondiale

révisions à la hausse de la demande mondiale en 2010. L'essentiel de la croissance de la demande pétrolière mondiale, émanera principalement de la Chine, de l'Inde, du Moyen-Orient, de l'Amérique latine et des pays non membres de l'OCDE.

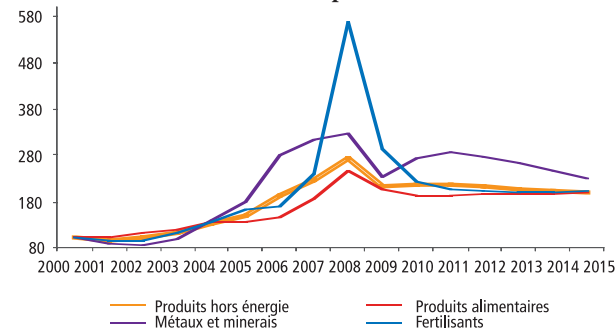
3.4 Prix des matières premières hors énergie

Les cours des matières premières hors énergie demeurent inférieurs aux niveaux observés l'année précédente, mais se sont globalement inscrits en hausse d'un mois à l'autre. En effet, les cours des principales matières premières agricoles ont enregistré des hausses sensibles, en liaison principalement avec le recul du dollar et les conditions climatiques défavorables affectant les récoltes américaines. De même, les prix des métaux de base ont nettement augmenté suite principalement à l'amélioration des perspectives de reprise de l'économie mondiale et à l'expansion de l'économie chinoise.

Ainsi, au terme des onze premiers mois de 2009, l'indice Dow Jones UBS (DJ UBS) des prix des matières premières hors énergie¹ a marqué une baisse de 16,8%, par rapport à la même période de l'année précédente. Toutefois, pour le seul mois de novembre, il est ressorti en hausse de 4,1% en glissement annuel.

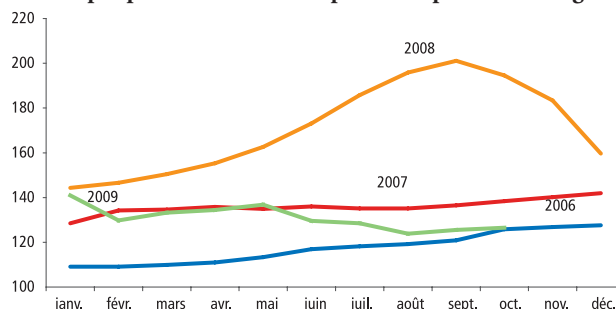
La même tendance a été observée pour l'indice DJ UBS des prix des produits agricoles² qui s'est inscrit en baisse de 19,7%, en glissement annuel et en hausse de 4,6% d'un mois à l'autre. Cette évolution s'explique essentiellement par l'augmentation sensible des prix des céréales, surtout ceux du blé et du maïs, liée

Graphique 3.16 : Perspectives d'évolution des indices des prix des matières premières



Source : Banque mondiale

Graphique 3.17 : Indice des prix à l'import hors énergie



Sources : OC et calculs BAM

1 Le Dow Jones-UBS est composé de produits de base négociés sur les bourses américaines, à l'exception de l'aluminium, le nickel et le zinc, qui se négocient sur le London Metal Exchange (LME). Le DJ-UBS hors énergie est composé des matières premières suivantes : Blé, maïs, sucre, coton, café, soja, aluminium, cuivre, zinc, nickel, or, argent, bovins et l'huile de soja.

2 Le DJ-UBS des produits agricoles est composé du blé, maïs, soja, sucre, coton, café et huile de soja

notamment au regain de l'activité spéculative, à la dépréciation du dollar et aux conditions climatiques défavorables aux Etats-Unis. Ainsi, les cours du blé et du maïs se sont accrus au mois de novembre, d'un mois à l'autre, de 18,1% et de 2,5% respectivement. Le prix du sucre qui a culminé à 70 cents le kilogramme au cours de ces derniers mois s'est quant à lui stabilisé.

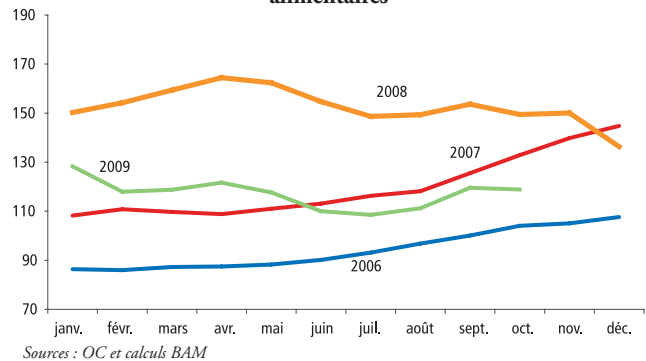
Pour sa part, l'indice DJ UBS des prix des métaux de base industriels⁶ a accusé un recul de 31,2% en glissement annuel mais s'est toutefois accru de 3,2% d'un mois à l'autre. En effet, le cours du cuivre a augmenté de 5,8% en rythme mensuel en liaison avec le déficit de production enregistré depuis le début de l'année chez les principaux pays producteurs mondiaux notamment le Chili et la forte reprise de la demande émanant de la Chine. Dans la même tendance, les cours du zinc et du plomb ont enregistré des hausses respectives de 5,7% et 3%, en rythme mensuel.

Les prix du phosphate et ses dérivés ont connu, quant à eux, des évolutions divergentes au mois de novembre. Ainsi, le prix du phosphate est resté stable à 90 dollars la tonne depuis le mois de juillet 2009. Quant aux prix du TSP, du DAP et du chlorure de potassium ils ont baissé respectivement de 7,3%, de 3,3% et de 0,9%, en rythme mensuel.

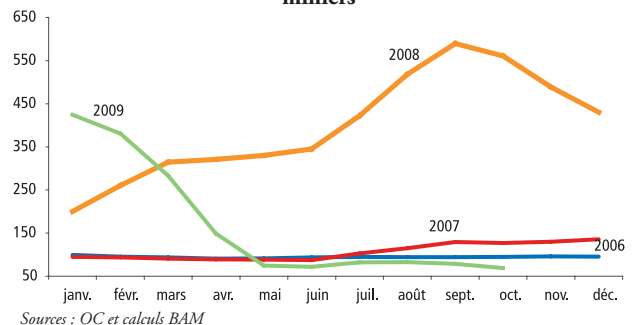
Globalement, les perspectives d'évolution à court terme concernant les prix des matières premières hors énergie tablent sur leur maintien à des niveaux bas. La baisse devrait atteindre, selon le FMI, 20,3% en 2009, suivie d'un redressement progressif avec une hausse limitée à 2,4% en 2010.

Cependant, l'équilibre encore fragile entre l'offre et la demande ainsi que le risque de renchérissement excessif des cours du pétrole augmente l'incertitude quant à la reprise des prix des matières premières hors énergie et accroît la probabilité de matérialisation d'une remontée brutale.

Graphique 3.18 : Indice des prix à l'import des produits alimentaires



Graphique 3.19 : Indice des prix à l'import des produits miniers



3.5 Indice des valeurs unitaires à l'importation du Maroc

Parallèlement à ces évolutions internationales, les dernières données disponibles font apparaître à fin octobre, une augmentation mensuelle de 0,8% de l'indice des prix à l'importation (IPM) hors énergie, contre une augmentation de 1,4% le mois précédent. L'IPM des produits alimentaires a pour sa part accusé un repli de 0,6% d'un mois à l'autre, résultant essentiellement de la baisse de 0,5% du prix unitaire moyen à l'importation du blé. Le prix moyen du sucre a, de son côté, enregistré une hausse de 3,5%.

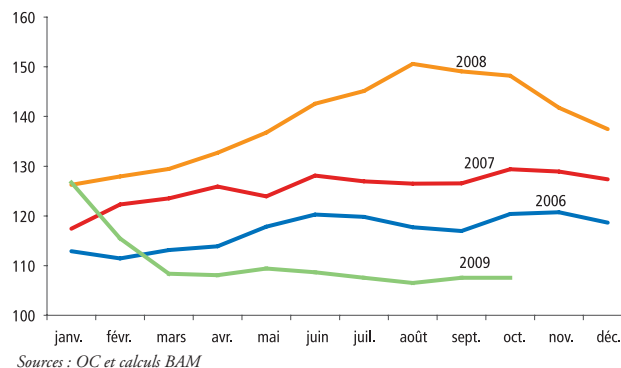
Dans le même temps, l'IPM des demi-produits s'est quasiment stabilisé en octobre 2009, en liaison notamment avec le recul des prix à l'import des fils et barres de 9,1%, compensé par la progression de ceux des matières plastiques de 7,1%.

Concernant l'IPM des produits miniers, il a accusé en octobre 2009 une régression de 12,2% par rapport au mois précédent, sous l'effet principalement de la baisse de 24,2% du prix unitaire moyen à l'importation du soufre brut.

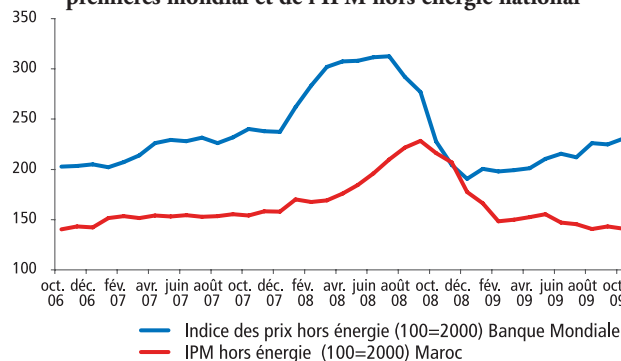
En glissement annuel, l'IPM hors énergie a enregistré un fléchissement de 35%, consécutivement à la baisse des IPM des denrées alimentaires, des demi-produits et des produits miniers. En effet, l'IPM des produits alimentaires s'est inscrit en retrait de 20,5%, attribuable au recul des prix unitaires à l'importation du blé et du maïs respectivement de 17% et de 36,2%.

De même, l'IPM des demi-produits a enregistré une diminution de 27,5%, impacté par le repli des prix à l'import des matières plastiques et fils et barres, suite à la contraction de la demande exprimée par les industriels pour les demi-produits. Quant à l'IPM des produits miniers, il a accusé une contraction de 87,7%, due pour l'essentiel à la chute du prix unitaire à l'importation du soufre brut de 91,7%.

Graphique 3.20 : Indice des prix à l'import des demi-produits



Graphique 3.21 : Evolution de l'indice des prix des matières premières mondial et de l'IPM hors énergie national



4. CONDITIONS MONÉTAIRES ET PRIX DES ACTIFS

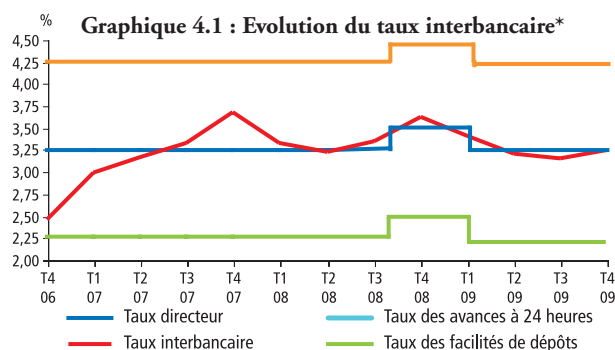
L'évolution récente des conditions monétaires confirme la poursuite de l'atténuation du rythme de la création monétaire observée depuis le début de l'année 2008. Dans ce contexte, l'excédent monétaire est demeuré négatif et la croissance annuelle moyenne de M3 qui s'est établie à 9,4% au cours du premier semestre 2009 s'est stabilisée autour de 6,4% au troisième trimestre et en octobre de la même année. Cette tendance s'explique, principalement, par l'atténuation graduelle du rythme de progression annuel du crédit, passé de 14,9% au troisième trimestre 2009 à 10,7% en octobre, après la hausse exceptionnelle en 2007. Globalement, et en dépit de son ralentissement, lié à celui de la croissance économique non agricole, le crédit bancaire continue d'évoluer selon une cadence soutenue. Par ailleurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le troisième trimestre 2009, montrent une stabilité du taux d'intérêt moyen pondéré du crédit bancaire à 6,53%, qui recouvre toutefois, des évolutions divergentes des taux débiteurs appliqués aux différentes catégories de prêts. Concernant les taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois est resté inchangé à 3,55%, entre le troisième trimestre 2009 et octobre. Pour ce qui est des indices boursiers, ils se sont dépréciés au cours du troisième trimestre, sous l'effet notamment du recul de l'indice du secteur immobilier. S'agissant du taux de change effectif du dirham, il s'est apprécié de 1,07% en valeur nominale entre le deuxième et le troisième trimestre 2009 et de 1,05% en termes réels, montrant ainsi, l'absence d'un impact significatif du différentiel d'inflation au cours du troisième trimestre 2009. Au total, il ressort de l'évolution récente des conditions monétaires que les pressions inflationnistes émanant de la sphère monétaire demeureront modérées au cours des prochains trimestres.

4.1.1 Taux d'intérêt

Lors de sa dernière réunion trimestrielle, tenue le 1er octobre 2009, le Conseil de Bank Al-Maghrib a décidé de maintenir le taux directeur à 3,25% et de réduire le taux de la réserve monétaire de deux points de pourcentage à 8%. Dans ce contexte, le taux interbancaire s'est situé à un niveau proche du taux directeur, soit 3,24% en moyenne au cours des mois d'octobre et novembre.

Parallèlement, les taux des bons du Trésor à court et à moyen termes émis sur le marché primaire se sont globalement stabilisés en octobre 2009 aux mêmes niveaux qu'au trimestre précédent, à l'exception du rendement des bons à 2 ans qui a poursuivi son orientation haussière, avec toutefois un volume très faible comparé aux autres maturités. Le même profil d'évolution a été observé sur le marché secondaire où les taux assortissant les différentes maturités des bons du Trésor n'ont pas connu de variations significatives.

S'agissant des taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois est resté, entre

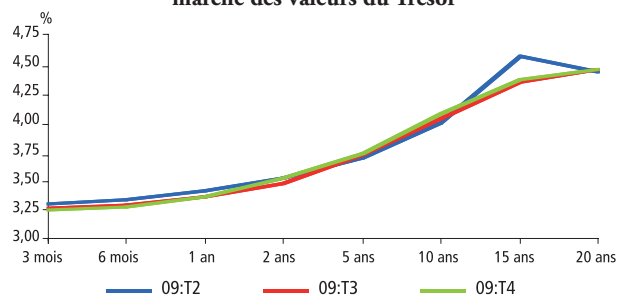


* L'observation du quatrième trimestre 2009 correspond à la moyenne quotidienne de la période du 1^{er} octobre au 30 novembre 2009.

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

	2008			2009			
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	octobre
13 semaines	3,41	3,42	3,69	3,58	3,26	3,25	3,24
26 semaines	-	-	3,77	3,65	3,31	3,27	2,28
52 semaines	3,53	3,51	3,84	3,75	3,35	3,33	3,31
2 ans	-	-	-	3,90	3,44	3,48	3,53
5 ans	-	3,75	3,99	4,05	3,69	3,68	3,69

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



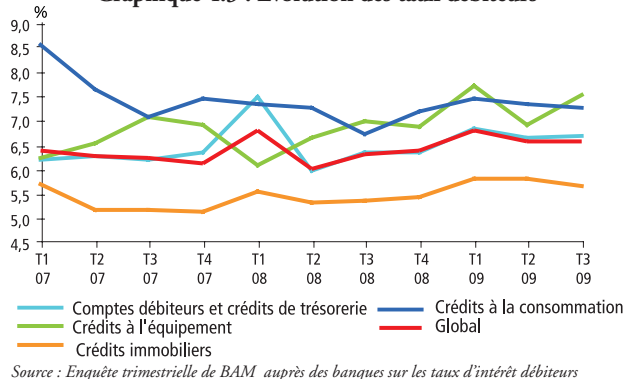
le troisième trimestre 2009 et octobre, inchangé à 3,55%. Son évolution recouvre cependant un ajustement à la hausse de la rémunération des dépôts à un an et la poursuite de la baisse de celle des dépôts à 6 mois, revenue à 3,20% après 3,31% durant les trois derniers mois.

Pour ce qui est des conditions débitrices, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le troisième trimestre 2009 montrent une stabilité du taux moyen pondéré du crédit bancaire à 6,53%. Ce constat recouvre toutefois des évolutions

Tableau 4.2 : Taux créditeurs (placements à terme)

	2008			2009			
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	Octobre
6 mois	3,55	3,50	3,90	3,61	3,52	3,31	3,20
12 mois	3,82	3,89	4,23	3,91	3,96	3,68	3,72
Moyenne pondérée	3,72	3,77	4,13	3,78	3,78	3,55	3,55

Graphique 4.3 : Evolution des taux débiteurs



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

Au cours du troisième trimestre de l'année 2009, l'insuffisance des trésoreries bancaires s'est accentuée malgré la décision de réduction du ratio de la réserve obligatoire de 2 points de pourcentage, prise par le Conseil de Bank Al-Maghrib lors de sa réunion du 16 juin 2009, qui a induit une injection de liquidité globale de 7,9 milliards de dirhams (4,7 milliards de dirhams le 21 juin 2009 et 3,2 milliards le 21 juillet 2009). En conséquence, l'insuffisance moyenne des trésoreries bancaires est passée de 17,1 milliards au deuxième trimestre à 21,5 milliards au troisième trimestre 2009.

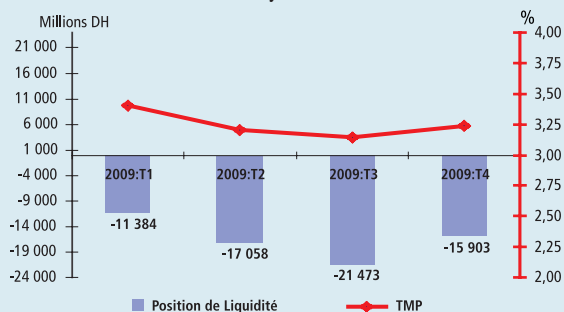
Les facteurs autonomes de la liquidité bancaire ont poursuivi leur évolution restrictive sur les trésoreries bancaires au courant de ce trimestre. En effet, l'augmentation de la circulation de la monnaie fiduciaire a atteint 6,1 milliards de dirhams durant la période estivale.

De même, les opérations du Trésor ont été à l'origine d'une ponction de liquidité de 1,2 milliard de dirhams, notamment en raison des levées du Trésor sur le marché des adjudications ainsi que de la perception du troisième acompte de l'IS au titre de l'année 2009.

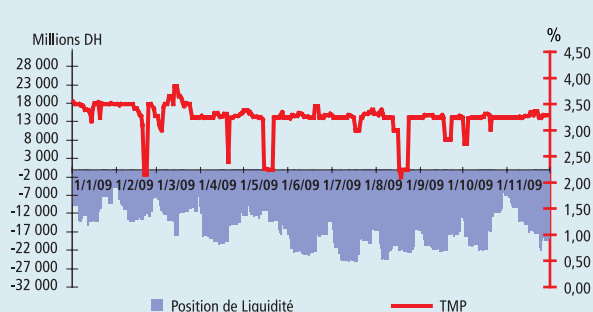
En revanche, les opérations sur avoirs extérieurs ont induit une injection de liquidité de 1,7 milliard de dirhams. Les cessions de billets de banque étrangers, en nette hausse par rapport au trimestre précédent principalement au cours des mois de juillet et août, ont totalisé 15,8 milliards de dirhams alors que les achats de devises par les banques commerciales ont atteint 14,1 milliards de dirhams, dont 4 milliards pour le compte de la SAMIR et 3 milliards pour le compte d'lttissalat Al-Maghrib.

Globalement, les facteurs autonomes ont exercé un effet restrictif de 5,6 milliards de dirhams sur les trésoreries bancaires.

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



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



Compte tenu de l'important resserrement des trésoreries bancaires au cours du troisième trimestre 2009, le Conseil de la Banque a décidé lors de sa réunion du 1^{er} octobre 2009 de réduire le ratio de la réserve obligatoire de 2 points de pourcentage, pour le ramener à 8%.

La réduction du ratio de la réserve obligatoire s'est traduite par une injection de liquidité globale de 7,1 milliards de dirhams répartie entre septembre et octobre 2009.

En conséquence, l'insuffisance moyenne des trésoreries bancaires s'est résorbée passant de 21,5 milliards au troisième trimestre à 15,9 milliards au quatrième trimestre, et cela en dépit de l'évolution restrictive des facteurs autonomes au cours de ce trimestre.

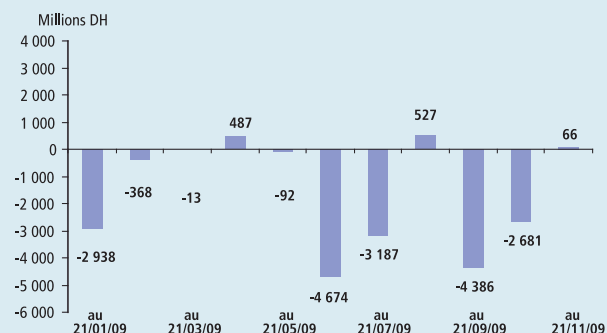
En effet, la circulation de la monnaie fiduciaire a impacté négativement la liquidité bancaire de 6,1 milliards de dirhams principalement au courant du mois de novembre en raison de l'Aïd Al-Adha.

Les opérations du Trésor ont également été à l'origine d'une ponction de liquidité de 819 millions de dirhams. Les ressources du Trésor ont totalisé 48,2 milliards de dirhams dont 19,7 milliards attribuables aux souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor.

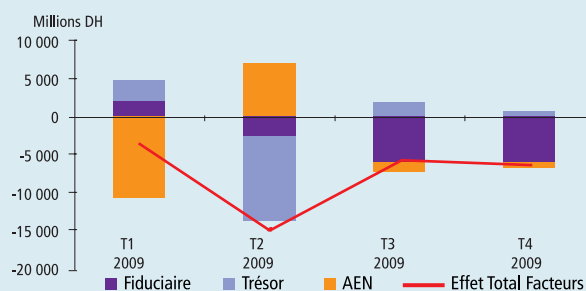
Les charges du Trésor se sont élevées à 47,3 milliards de dirhams, dont 11,3 milliards dus aux remboursements des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire.

En revanche, les opérations sur avoirs extérieurs ont induit une injection de liquidité de 617 millions de dirhams résultant de la différence entre les cessions de billets de banque étrangers qui ont atteint 4,4 milliards de dirhams et les achats de devises par les banques commerciales qui ont totalisé 3,8 milliards de dirhams.

Graphique E 4.1.3 : Variation des réserves obligatoires



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

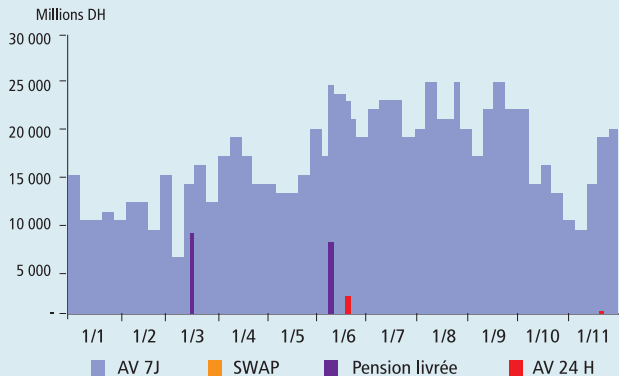


Globalement, les facteurs autonomes ont exercé un effet restrictif de 6,3 milliards de dirhams sur les trésoreries bancaires.

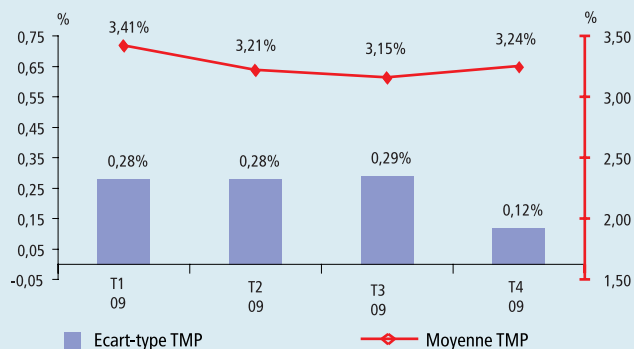
En vue de combler l'insuffisance des trésoreries bancaires qui atteint en moyenne 15,9 milliards au cours de ce trimestre, Bank Al-Maghrib est intervenue au moyen des opérations d'avances à 7 jours pour un montant quotidien moyen de 15,1 milliards de dirhams. La Banque a également fourni des liquidités au moyen d'une opération d'avances à 24 heures pour un montant moyen de 12,3 millions de dirhams. Globalement, les interventions de la Banque centrale ont totalisé 15,1 milliards en moyenne quotidienne.

Au cours du quatrième trimestre de l'année 2009¹, le taux moyen pondéré s'est établi en moyenne à 3,24%, en hausse de 9 points de base par rapport au trimestre précédent. Dans ce contexte, la volatilité du TMP a baissé de 17 point de base s'établissant à 0,12% contre 0,29% précédemment.

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



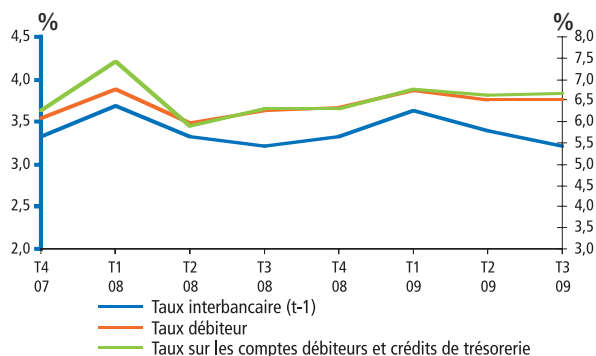
Graphique E 4.1.6 : Evolution de la moyenne et de l'écart-type du TMP du marché interbancaire



¹ Les données sont arrêtées au 30 novembre 2009

divergentes des taux appliqués aux différentes catégories de prêts. En effet, le taux sur les crédits à l'équipement, davantage volatile comparativement aux autres, a marqué la plus forte hausse d'un trimestre à l'autre, tandis que celui sur les facilités de trésorerie, n'a que légèrement augmenté. A l'inverse, les taux appliqués aux crédits à l'immobilier et à la consommation se sont inscrits en baisse respectivement de 14 et de 7 points de base.

Graphique 4.4 : Taux interbancaire et taux débiteurs

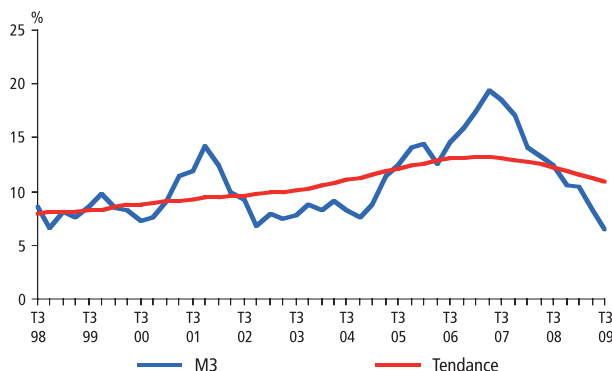


4.1.2 Monnaie, crédit et placements liquides

Evolution de M3

Les dernières données disponibles indiquent la poursuite de la progression modérée de la création monétaire, le rythme de croissance annuel de l'agrégat M3 étant resté stable autour de 6,4% au troisième trimestre 2009 et en octobre, après 9,4% en moyenne, au cours du premier semestre de l'année. Cette tendance s'explique, principalement, par le ralentissement du crédit, lié à celui de l'activité économique non agricole.

Graphique 4.5 : Croissance annuelle de M3 et sa tendance



L'évolution des principales composantes de M3 fait apparaître une baisse mensuelle des placements à terme en octobre par rapport au mois passé, sous l'effet essentiellement, du repli de ceux du secteur public¹. Toutefois, en comparaison annuelle, l'encours des placements à terme ressort en hausse de 7% par rapport à celui d'octobre 2008, reflétant un effet de base lié au retrait des dépôts à terme de l'OCP au cours du même mois de l'année précédente.

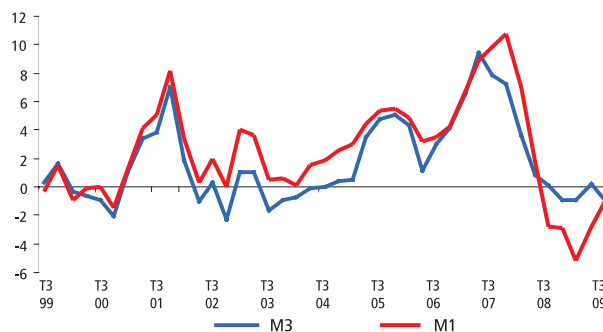
Dans le même temps, la monnaie scripturale semble poursuivre sa croissance modérée, progressant en octobre à un rythme annuel proche de celui constaté le trimestre passé, soit 5,2% au lieu de 5,8%. Sa structure par catégories de déposants indique une hausse au niveau des comptes à vue des entreprises non financières, moins rapide que celle observée au troisième trimestre, alors que ceux des particuliers n'ont pas connu de variations significatives d'un mois à l'autre, maintenant un taux de progression annuel quasiment inchangé comparé au niveau moyen observé depuis le début de l'année.

Crédit bancaire

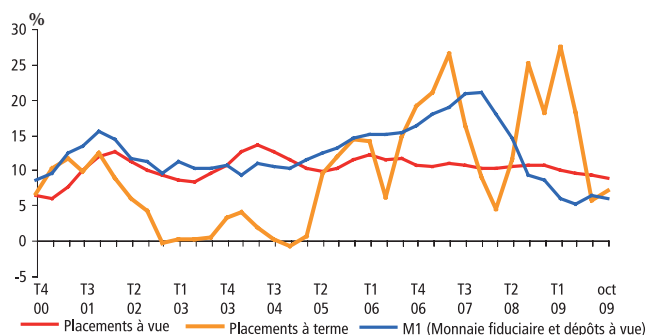
Les dernières données disponibles font apparaître la poursuite de l'atténuation du rythme de progression annuel du crédit bancaire, revenu de 14,9% au troisième trimestre 2009 à 10,7% en octobre. Globalement, et en dépit de son ralentissement lié à celui de la croissance économique non agricole, le crédit bancaire continue d'évoluer selon un taux de progression soutenu.

La ventilation du crédit par agent économique demeure caractérisée par la prépondérance des concours alloués aux entreprises, bien que ces derniers aient connu un ralentissement de leur croissance en glissement annuel, passée de 16,7% au troisième trimestre 2009 à 12% en octobre.

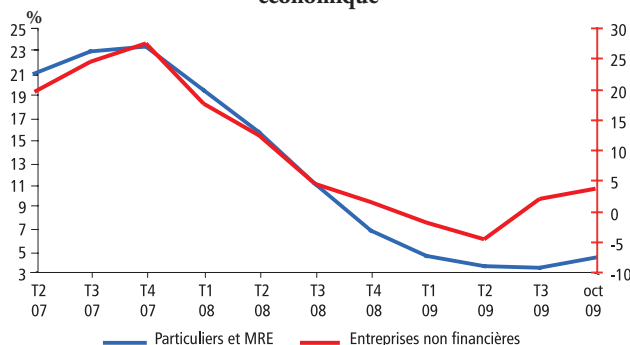
Graphique 4.6 : Excédent monétaire (en % de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en termes réels)



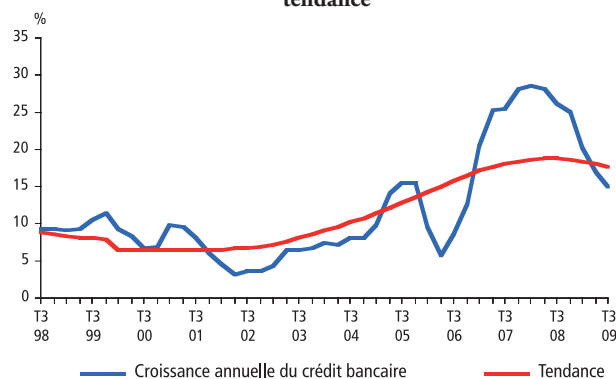
Graphique 4.7 : Evolution annuelle des composantes de M3



Graphique 4.8 : Croissance annuelle des dépôts à vue par agent économique



Graphique 4.9 : Croissance annuelle du crédit bancaire et sa tendance



¹ La baisse des dépôts à terme du secteur public est attribuable au non renouvellement de ceux de l'OCP, arrivés à échéance.

Pour leur part, les prêts accordés aux particuliers n'ont pas connu de variations significatives en octobre, progressant à un rythme annuel de 12,2% par rapport au trimestre précédent.

L'analyse par objet économique montre que le recul du rythme de croissance du crédit bancaire au cours de l'année 2009, a concerné l'ensemble des catégories, à l'exception des prêts à l'équipement qui ont contribué à hauteur de 5 points de pourcentage à la variation en glissement annuel du crédit global.

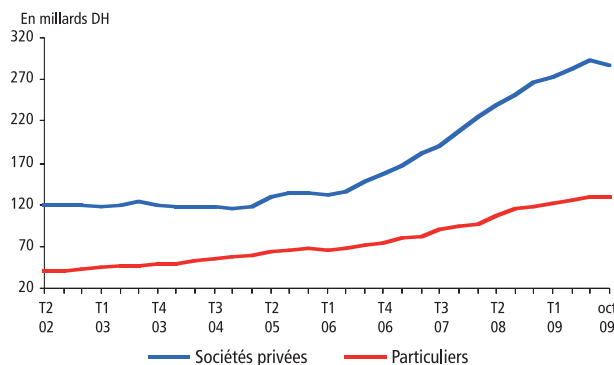
En effet, les crédits à l'équipement continuent de progresser à un rythme annuel soutenu, soit 24,8% en octobre après 25,8% au cours du trimestre passé, traduisant la dynamique d'investissement de certaines entreprises, en particulier celles relevant des secteurs de l'industrie extractive, des transports et communications, ainsi que celles opérant dans le secteur de la production et de la distribution d'électricité et des produits pétroliers.

S'agissant des crédits immobiliers, ils se sont accrus au mois d'octobre de 12,2% en variation annuelle, après 16,3% le trimestre précédent, recouvrant un ralentissement du rythme de progression des prêts aux promoteurs immobiliers et une légère hausse de celui des crédits à l'habitat. En revanche, les prêts à la consommation n'ont pas connu de variations mensuelles significatives durant la même période et ont maintenu leur rythme annuel de décélération à 19,3% contre 21,3% au titre des trois derniers mois.

Autres sources de création monétaire

Le recul des avoirs extérieurs nets au deuxième trimestre 2009 s'est poursuivi le trimestre suivant, s'établissant à 12,6% en glissement annuel contre 8,8%. Cette accélération de la baisse tient cependant à un effet de base résultant de leur

Graphique 4.10 : Structure des crédits par agent économique



Graphique 4.11 : Croissance annuelle des principales catégories du crédit bancaire

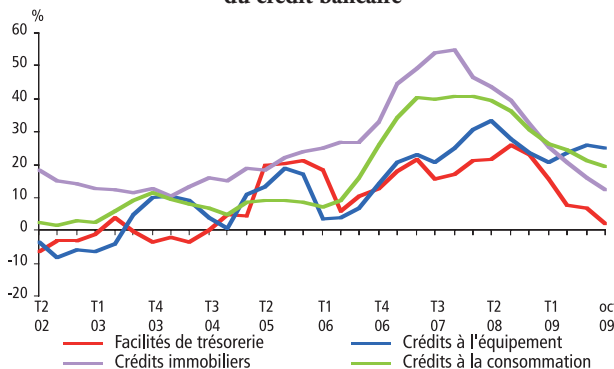
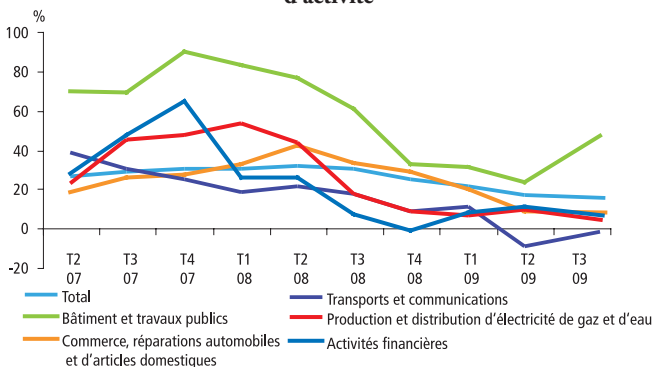


Tableau 4.3 : Contribution des différentes catégories à la croissance annuelle du crédit bancaire (en point de pourcentage)

	Glissement annuel en %			Contribution à la croissance		
	T2:09	T3:09	oct.09	T2:09	T3:09	oct.09
Crédit bancaire	16,9	14,9	10,7			
dont :						
Crédits immobiliers	20,8	16,3	12,2	6,0	4,8	3,6
Facilités de trésorerie	7,5	6,5	1,8	2,1	1,8	0,5
Crédits à l'équipement	23,3	25,8	24,8	4,5	4,8	4,6
Crédits à la consommation	24,6	21,3	19,3	1,2	1,0	0,9

Graphique 4.12 : Evolution annuelle des crédits par branche d'activité



forte hausse durant la même période de l'année précédente. En octobre, les avoirs extérieurs nets ont continué leur diminution, quoique à un rythme annuel moins important, soit 7,5%, en raison particulièrement du léger recul du déficit commercial, ainsi qu'au repli moins accentué des recettes de voyage et des transferts des MRE.

Concernant les créances nettes sur l'Etat, elles se sont de nouveau orientées à la hausse, après plusieurs trimestres de baisse, marquant une progression annuelle de 19,2% au troisième trimestre 2009 et de 12,% en octobre, en raison de la diminution de la position nette du Trésor auprès de Bank Al-Maghrif et de l'accroissement des souscriptions des banques en bons du Trésor.

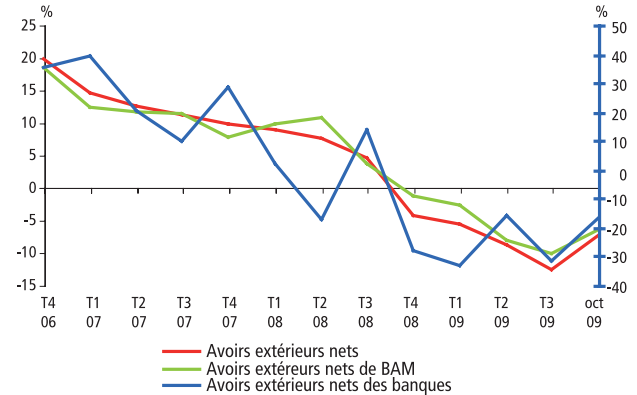
Globalement, la contribution des avoirs extérieurs nets et des créances nettes sur l'Etat à la croissance annuelle de l'agrégat M3 demeure négative, au profit du crédit bancaire dont la contribution relative s'est établie à près de 8 points de pourcentage en octobre 2009.

Placements liquides

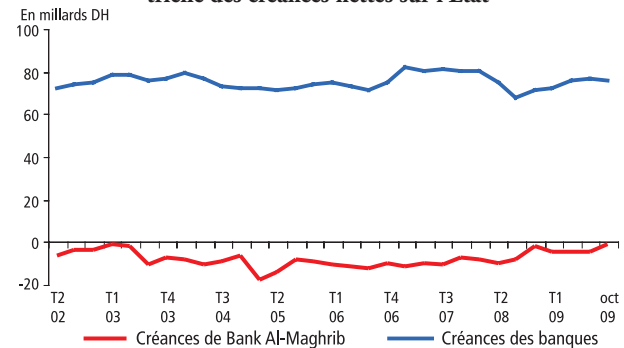
Au cours du troisième trimestre 2009, les placements liquides ont affiché une variation trimestrielle positive de 4%. En revanche, leur encours, chiffré à près de 50 milliards de dirhams, demeure inférieur de 2,1% par rapport à celui enregistré au cours de la même période de l'année précédente.

La progression des placements liquides a été de nouveau marquée par la hausse des titres des OPCVM obligataires, dont l'encours a atteint 23,3 milliards de dirhams contre 18 milliards au même trimestre de l'année 2008, soit l'équivalent de la moitié du total des placements liquides. Cet accroissement est principalement lié au comportement des entreprises non financières, qui semblent privilégier cette catégorie de placements rémunérés, parallèlement à la

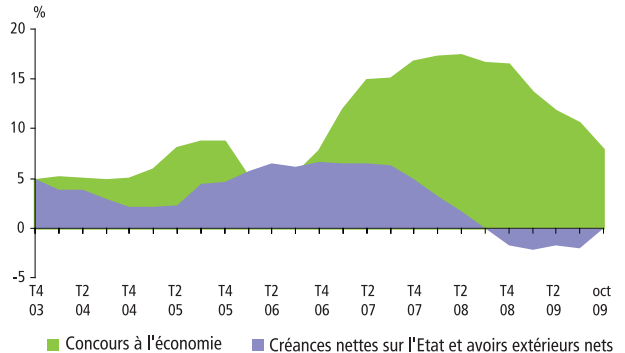
Graphique 4.13 : Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets



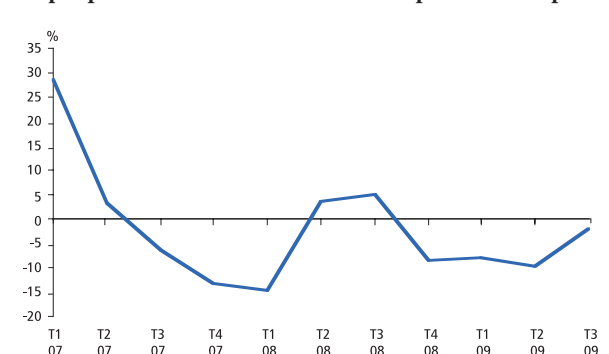
Graphique 4.14 : Evolution trimestrielle des créances nettes sur l'Etat



Graphique 4.15 : Contributions des principales contreparties à la croissance de la masse monétaire



Graphique 4.16 : Evolution annuelle des placements liquides



faible constitution d'avoirs à terme auprès des banques, et au détriment des titres des OPCVM monétaires, qui ont accusé une nouvelle baisse durant le troisième trimestre 2009.

Pour leur part, les titres des OPCVM actions et diversifiés n'ont pas connu de variations significatives d'un trimestre à l'autre et ressortent en baisse de 47% en glissement annuel, du fait notamment de la poursuite du fléchissement de la performance des cours sur la bourse de Casablanca.

Taux de change

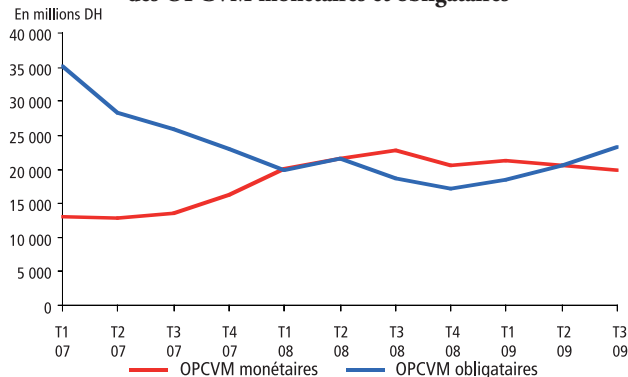
Le dirham a poursuivi son appréciation par rapport au dollar américain, s'échangeant au troisième trimestre 2009 à un niveau supérieur de 4,1% en moyenne à celui du trimestre précédent et ce, parallèlement à la baisse de 4,9% du cours de la monnaie américaine face à l'euro. En revanche, il s'est affaibli de 1,77% vis-à-vis de la livre sterling et de 0,83% à l'égard de l'euro, alors qu'il n'a pas connu de variations significatives par rapport au yen japonais et au franc suisse. Une telle évolution s'est confirmée entre octobre et novembre 2009, la monnaie nationale s'étant appréciée de 3,33% contre le dollar et dépréciée de 0,66% à l'égard de l'euro.

Pour sa part, le taux de change effectif nominal du dirham, calculé à partir des taux de change bilatéraux vis-à-vis des principaux partenaires du Maroc, s'est apprécié de 1,07% au troisième trimestre comparé à son niveau du trimestre précédent. De même, le taux de change effectif réel a enregistré une appréciation, de 1,05% d'un trimestre à l'autre, traduisant l'absence d'un effet significatif du différentiel d'inflation au cours du troisième trimestre 2009.

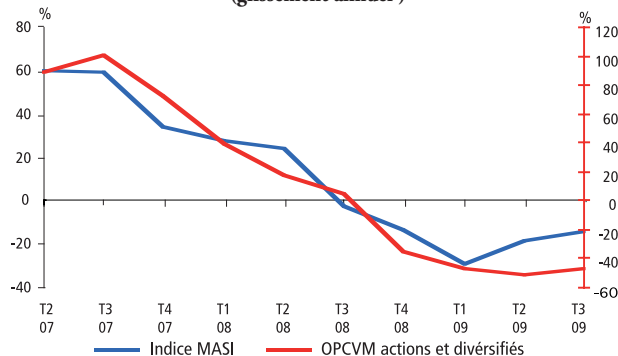
4.2. Prix des actifs

A l'issue du troisième trimestre 2009, l'indice MASI a accusé un repli de 7,10% par rapport au trimestre précédent, en liaison notamment

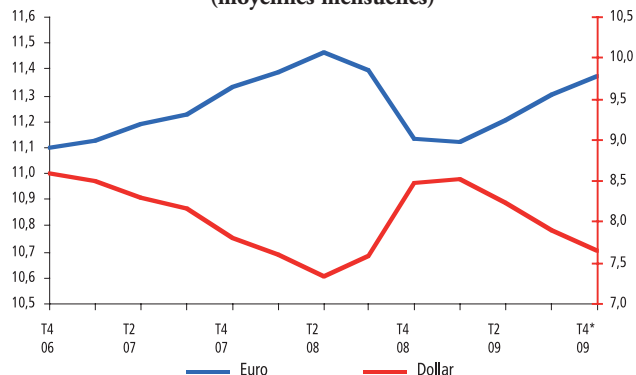
Graphique 4.17 : Evolution des titres des OPCVM monétaires et obligataires



Graphique 4.18 : PL4 et MASI (glissement annuel)



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



* Le quatrième trimestre 2009 correspond à la moyenne arithmétique des données des mois d'octobre et novembre

avec le repli de 13,57% qu'a connu l'indice du secteur de l'immobilier. En effet, les valeurs immobilières en l'occurrence Addoha, CGI et Alliances ont affiché des régressions importantes, respectivement de 18,45%, 5,25% et 4,30%. Ainsi, la contre performance du MASI s'établit depuis le début de l'année à 2%.

A fin novembre, l'indice MASI a enregistré une baisse de 5,26%, après une légère progression de 0,10% en octobre.

Quant au PER de la place de Casablanca, il est passé de 16,7 à 17 d'un trimestre à l'autre, et demeure parmi les plus élevés comparativement à d'autres marchés boursiers de pays émergents.

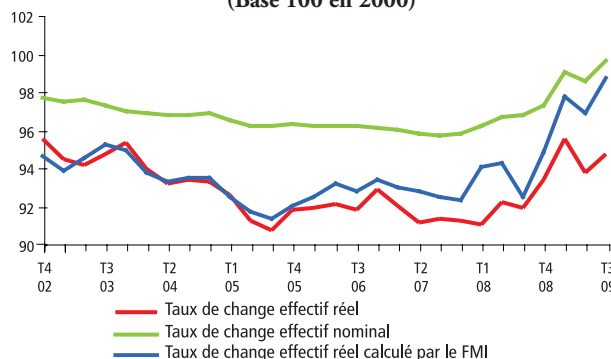
Parallèlement, le volume des transactions a connu une diminution de 14%, s'établissant ainsi à 22 milliards de dirhams au troisième trimestre 2009.

En liaison avec la baisse des cours, la capitalisation boursière, en recul de 5,8%, d'un trimestre à l'autre, s'est chiffrée à près de 522 milliards de dirhams. Cette tendance baissière s'est poursuivie en novembre, pour atteindre près de 500 milliards de dirhams.

Au niveau des indices sectoriels, le secteur des boissons a connu la plus importante hausse avec 70,15%, suivi par ceux des services aux collectivités et de l'industrie pharmaceutique qui ont enregistré des progressions respectives de 14,76% et 4,62%. En revanche, les indices relatifs aux autres secteurs se sont inscrits en baisse, allant de 0,38% pour l'agro alimentaire à 17,35% pour le transport.

Pour ce qui est des actifs immobiliers, sur la base des données parcellaires recueillies, l'activité semble connaître un ralentissement en termes de nombre et de montant des transactions.

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



Source : Calculs BAM et du FMI

Graphique 4.21 : Indices boursiers

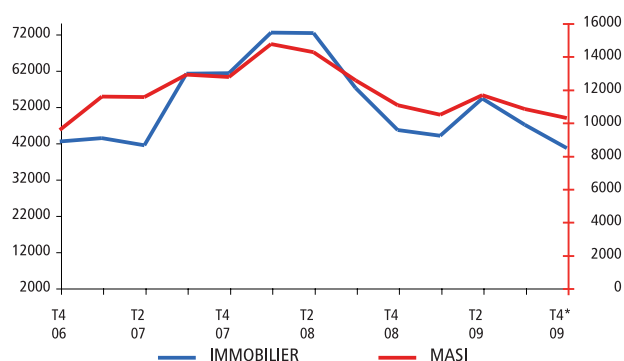


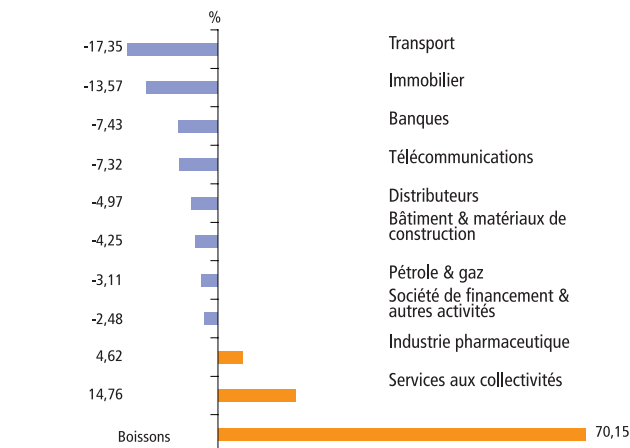
Tableau 4.4 : Valorisation du marché des actions

PER*	08 :T3	08:T4	09:T1	09:T2	09 :T3
Afrique du Sud	10,28	9,58	10,62	16,64	19,97
Egypte	11,61	6,99	6,66	11,09	13,33
Hongrie	6,63	5,83	8,01	9,45	12,48
Maroc	17,70	17,4	15,00	16,00	17,00
Argentine	6,75	5,68	7,05	9,77	14,62
Turquie	6,79	7,58	12,35	19,34	2,64
Taiwan	11,38	22,48	66,12	60,40	82,83
Euro Stoxx 50	9,97	9,21	13,02	20,66	20,46

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

Cette évolution constatée au terme du deuxième trimestre 2009 semble s'être poursuivie au cours du troisième trimestre de l'année.

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



5. ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

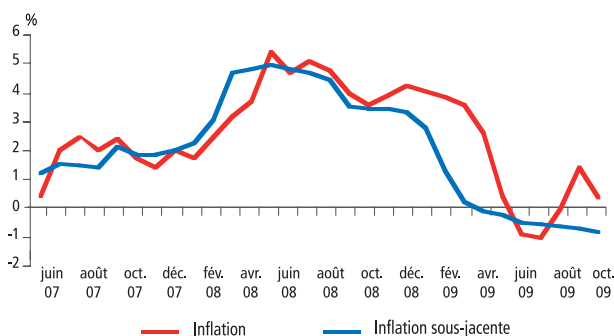
En ligne avec les prévisions publiées dans les précédents rapports sur la politique monétaire de Bank Al-Maghrib, l'inflation est demeurée globalement faible au troisième trimestre et en octobre 2009, dans un contexte marqué par la poursuite du recul des tensions inflationnistes à l'échelle internationale et par la modération des pressions tant internes qu'externes. Toutefois, à très court terme, l'inflation a marqué certaines fluctuations en liaison principalement avec des variations ponctuelles des prix des produits alimentaires frais. L'inflation sous-jacente, qui n'intègre pas cette composante volatile et très sensible aux chocs transitoires d'offre, est restée quasiment stable et négative depuis avril 2009. Ainsi, après 0,0% en août et 1,4% en septembre, l'inflation annuelle est revenue à 0,4% en octobre 2009, tandis que l'inflation sous-jacente s'est établie à -0,8% en octobre, au lieu de -0,7% en septembre et -0,6% en août. Cette évolution de l'inflation résulte de l'effet conjugué de la baisse des prix des biens échangeables de 0,2% et du ralentissement de l'inflation des biens non échangeables de 2% en septembre à 1,5% en octobre. S'agissant des prix à la production industrielle, ils demeurent largement inférieurs à leurs niveaux observés en 2008 mais le rythme de leur baisse a de nouveau décéléré, revenant de -18,8% à -16,9%.

5.1 Evolution de l'inflation

En liaison avec le recul généralisé des tensions inflationnistes à l'échelle internationale et en l'absence de pressions de la demande au niveau national, l'inflation demeure globalement faible. Dans le même temps, des fluctuations de court terme ont été observées d'un mois à l'autre. En effet, l'inflation mesurée par l'accroissement annuel de l'ICV a baissé à 0,4% en octobre 2009, après 1,4% en septembre et 0,0% en août, ramenant ainsi sa moyenne à 1,4% sur les dix mois de l'année.

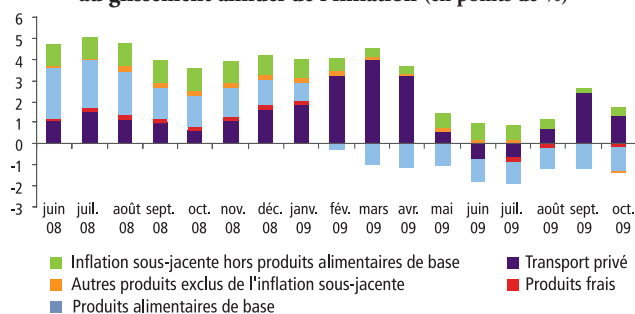
Ce repli de l'inflation en octobre reflète essentiellement le ralentissement du rythme de progression des prix des produits alimentaires frais, tandis que le niveau généralement faible de l'inflation durant les derniers mois tient en partie à la poursuite de la baisse annuelle des prix des produits alimentaires de base. Ainsi, les produits frais qui constituent 20,1% du panier de l'indice général ont contribué à hauteur de 1,4 point de pourcentage à l'inflation. De son côté, la contribution des produits alimentaires de base, qui représentent 15,2% du panier de l'ICV, s'est établie à -1,2 point et celle des produits non alimentaires à 0,3 point. Pour ce qui est des tarifs du transport privé, qui sont largement déterminés par les prix à la pompe,

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

ils demeurent en baisse de 4,5% en glissement annuel, en dépit de l'orientation récente à la hausse des prix des produits énergétiques. Cette évolution s'explique par le gel du mécanisme d'indexation qui isole le marché national des évolutions observées à l'international et réoriente l'impact des fluctuations du prix du pétrole vers le budget de l'Etat. (Graphique 5.4 et tableau 5.2).

L'inflation sous-jacente, qui retrace l'évolution fondamentale des prix, s'est établie à -0,8% en octobre après -0,7% en septembre et -0,6% en août. En conséquence, l'écart entre l'inflation globale et l'inflation sous-jacente demeure significatif à 1,2 point de pourcentage en octobre et à 2 points le mois précédent, reflétant ainsi les hausses importantes qu'ont connu les prix des produits alimentaires frais durant les deux derniers mois.

En octobre, la ventilation détaillée de l'ICV indique un ralentissement du rythme annuel de progression des prix de certains produits frais, en particulier, les viandes (3,5% au lieu de 5,2%), les fruits (2,9% au lieu de 5,1%) et les légumes (22,1% au lieu de 35,8%). Parallèlement, elle fait ressortir une accentuation de la baisse des prix des poissons (-13,6% au lieu de -9,0%) et de nouvelles baisses des prix des céréales et des corps gras de 10,7% et de 8,8% respectivement.

S'agissant de l'indice des prix des produits non alimentaires, il a affiché un rythme d'accroissement modéré de 0,9% en octobre après 1,1% en septembre et 1% en août. Si le groupe « loisirs et culture » a contribué à ce ralentissement, la plupart des autres groupes ont connu en octobre des taux de variation proches de ceux enregistrés le mois précédent.

Tableau 5.1 : Inflation et ses composantes

	Variation mensuelle (%)			Glissement annuel (%)		
	août 09	sept. 09	oct. 09	août 09	sept. 09	oct. 09
Inflation globale	1,5	1,9	-1,1	0,0	1,4	0,4
- Produits frais	7,2	8,8	-4,6	3,4	11,0	6,4
- Transport privé	0,0	0,1	0,0	-4,4	-4,4	-4,5
- Autres produits exclus de l'inflation sous-jacente	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1
Inflation Sous-jacente	0,1	0,2	-0,2	-0,6	-0,7	-0,8
<i>dont :</i>						
- Produits alimentaires de base	0,3	0,8	-0,8	-7,2	-7,2	-7,5
- Autres produits alimentaires	0,1	0,1	-0,7	0,1	-0,4	-0,9
- Habillement	0,1	0,4	0,1	1,4	1,4	1,5
- Habitation	0,1	0,0	0,1	0,7	0,6	0,6
- Equipement	0,0	0,1	0,1	0,9	0,9	0,9
- Soins médicaux	0,1	0,0	0,0	1,0	1,0	1,0
- Transport en commun et communication	0,1	0,0	0,0	1,5	1,7	1,7
- Loisirs et cultures	0,0	0,6	0,1	1,7	1,6	1,3
- Autres biens et services	0,1	0,2	0,1	1,8	1,9	1,9

Sources : HCP et calculs de BAM

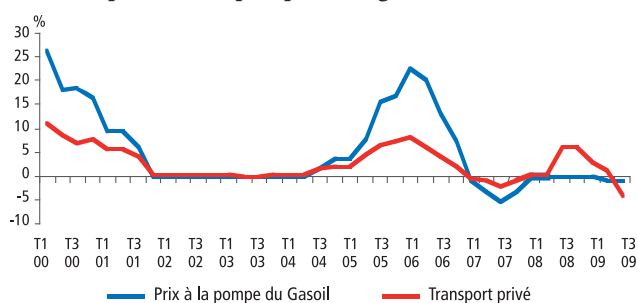
Tableau 5.2 : Prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur

Produits (Dh/Litre)	sept. 2008	déc. 2008	fév. 2008	avril. 2008	Juil. 2009	Oct. 2009
Super carburant	11,25	11,25	10,25	10,25	10,25	10,25
Gasoil*	7,22	7,22	7,22	-	-	-
Gasoil 350/50*	10,13	10,13	7,50	7,15	7,15	7,15
Fuel industriel (Dh/Tonne)	3374	3374	3074	3074	3074	3074

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

Source : Ministère de l'Energie et des Mines

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



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

5.2 Biens et services

Cette décomposition de l'ICV, pertinente pour l'analyse des déterminants sectoriels de l'inflation, fait ressortir une atténuation du rythme annuel d'accroissement des prix des biens non transformés et autres, revenu de 4,8% en septembre à 1,5% en octobre, sous l'effet essentiellement du ralentissement du rythme d'accroissement des prix des légumes, des fruits et des viandes. La contribution des prix des biens non transformés et autres à l'inflation a avoisiné 0,4 point de pourcentage.

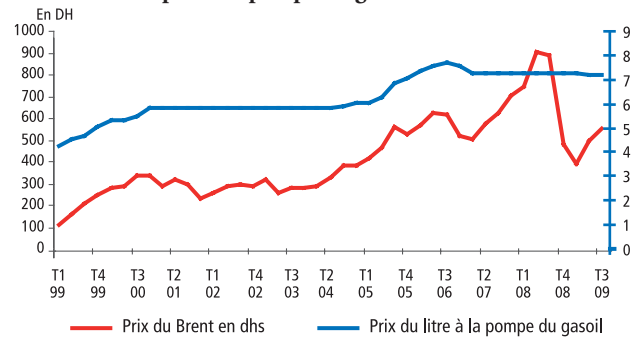
Par ailleurs, les prix des biens transformés et des services hors transport privé ont évolué à un rythme quasi-stable durant cette période. En effet, la variation annuelle des prix des biens transformés est restée négative à -0,3% en octobre et en septembre. La progression des prix des services hors transport privé est demeurée presque inchangée à 1,3%. Les contributions respectives des biens transformés et des services hors transport privé ont été de l'ordre de -0,2 et 0,3 point de pourcentage.

Ainsi, l'écart d'inflation entre les services hors transport privé et les biens transformés est évalué à 1,6 point de pourcentage. L'ampleur de cet écart est attribuée à la variation annuelle négative de certains produits alimentaires de base, notamment les céréales et les corps gras qui ensemble représentent environ 21,6% des biens transformés.

5.3 Biens échangeables et non échangeables

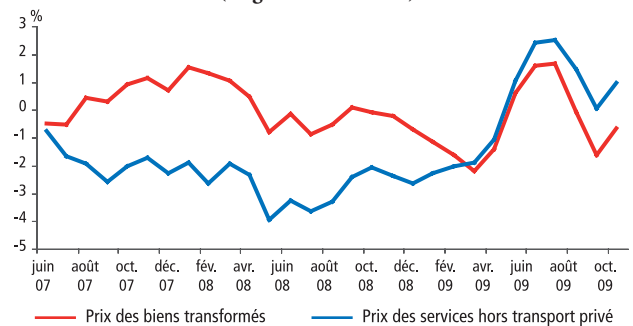
L'analyse de l'inflation est menée également en décomposant l'ICV en indicateur de prix des biens échangeables et celui des biens non échangeables dont les pondérations représentent respectivement, 43% et 57% de l'indice global. Cette décomposition, qui

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



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

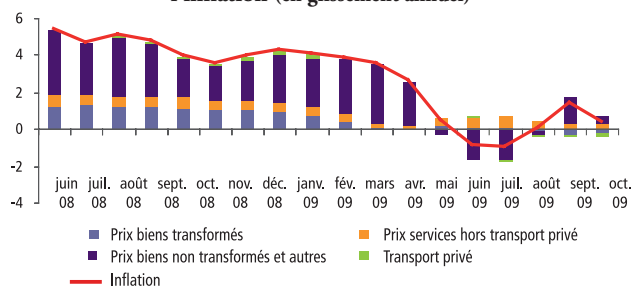
Graphique 5.5 : Prix relatifs des biens transformés et des services hors transport privé par rapport à l'inflation (en glissement annuel)*



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

Sources : HCP et calculs de BAM

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



Sources : HCP et calculs de BAM

Tableau 5.3 : Indices des prix des biens et services

	Evolution en variation mensuelle (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	Août 09	Sept. 09	Oct. 09	Août 09	Sept. 09	Oct. 09
Biens transformés	0,2	0,5	-0,3	-0,1	-0,3	-0,3
Biens non transformés et autres	5,0	6,3	-3,5	-0,4	4,8	1,5
Services hors transport privé	0,1	0,2	0	1,4	1,4	1,3
Transport privé	0,0	0,1	0,0	-4,4	-4,4	-4,5

Sources : HCP et calculs de BAM

permet d'évaluer les pressions s'exerçant sur les prix selon leur origine interne ou externe, montre que l'écart entre l'inflation des biens échangeables et celle des non échangeables demeure négatif.

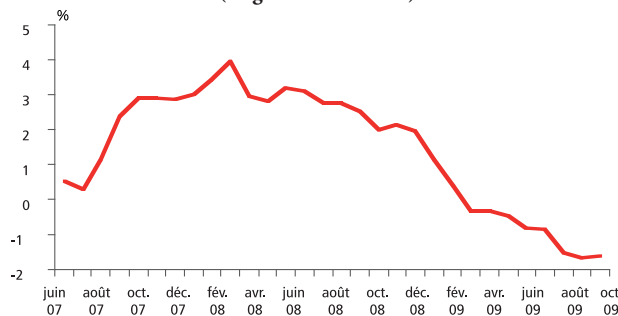
Les prix des produits échangeables sont, dans une large mesure, déterminés par les cours mondiaux des matières premières qui, malgré leur hausse récente, restent inférieurs à ceux atteints en 2008. Ainsi, les prix des échangeables ont baissé de 0,2% en octobre comparativement au même mois de l'année précédente, après une hausse de 1,9% en septembre, contribuant à hauteur de -0,3 point de pourcentage à l'inflation globale. Cette évolution de l'inflation annuelle des échangeables d'un mois à l'autre est liée au ralentissement des taux de variation des prix des légumes et des fruits, dont la hausse en septembre avait plus que compensé la variation négative des prix des céréales et des corps gras.

En revanche, les prix des biens non échangeables, en affichant une hausse de 1,5% en octobre au lieu de 2% en septembre, ont contribué de 0,7 point de pourcentage à l'inflation annuelle. Le ralentissement ainsi observé de l'inflation des produits non échangeables résulte essentiellement de l'atténuation de la hausse des prix des viandes.

5.4 Indice des prix à la production industrielle

Les données disponibles du mois d'octobre indiquent que les prix à la production industrielle, reflétant les cours mondiaux des matières premières, demeurent inférieurs à leur niveau observé en 2008. Toutefois leur rythme de baisse, en glissement annuel, s'est de nouveau atténué, en raison de la dissipation progressive de l'effet de base, le deuxième semestre 2008 ayant connu l'amorce du mouvement baissier

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



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

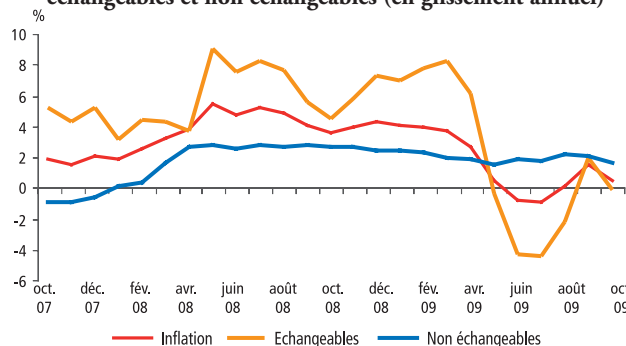
Sources : HCP et calculs de BAM

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

	Evolution en variation mensuelle (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	Août 09	Sept. 09	Oct. 09	Août 09	Sept. 09	Oct. 09
Biens échangeables	3,0	5,5	-2,6	-2,3	1,9	-0,2
Biens non échangeables	0,7	-0,1	-0,2	2,1	2,0	1,5

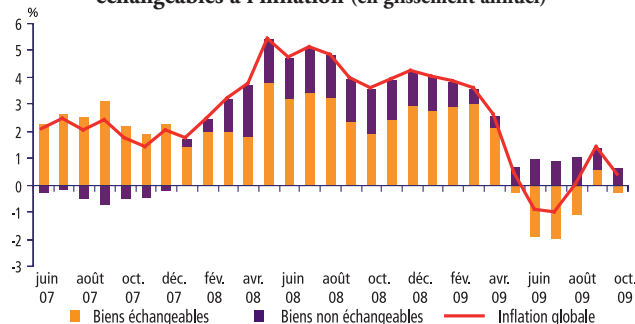
Sources : HCP et calculs de BAM

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



Sources : HCP et calculs de BAM

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



Sources : HCP et calculs de BAM

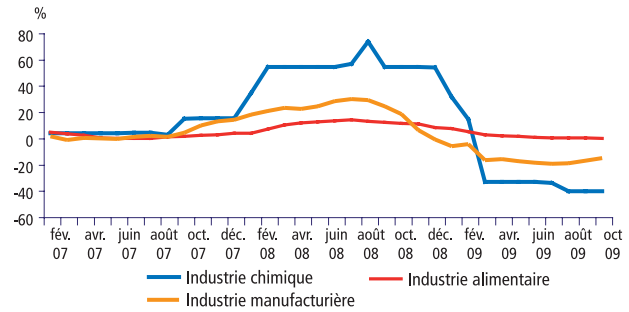
de ces prix après les pics atteints jusqu'en juillet 2008. En effet, l'indice des prix des industries manufacturières, a marqué une régression annuelle de 16,9% en octobre, après celle de 18,8% le mois précédent, reflétant le recul des prix de la branche cokéfaction et raffinage de 29,1% après 33,6% un mois auparavant.

Au niveau des perspectives d'évolution des prix à la production industrielle, ces derniers risquent d'être impactés par la hausse prévue des matières premières énergétiques (Graphique 5.12), les anticipations des opérateurs sur le marché mondial laissant entrevoir une hausse du prix du Baril du Brent dans les mois et les trimestres à venir (cf. chapitre 3).

Hors raffinage et cokéfaction, les prix à la production des industries manufacturières ont régressé de 12 % au lieu de 12,1% un mois auparavant. Ainsi, l'indice des prix de la branche chimique a connu un recul de 42,4% après 42,3% le mois précédent, contribuant à la baisse de l'indice général à hauteur de 7,7 points de pourcentage. En outre, les coûts de production dans les branches « métallurgie » et « travail des métaux » ont connu un repli de 11,7% et de 8,8% respectivement. L'indice des prix de la branche industrie du papier et du carton a quant à lui accusé une baisse de 5,8%.

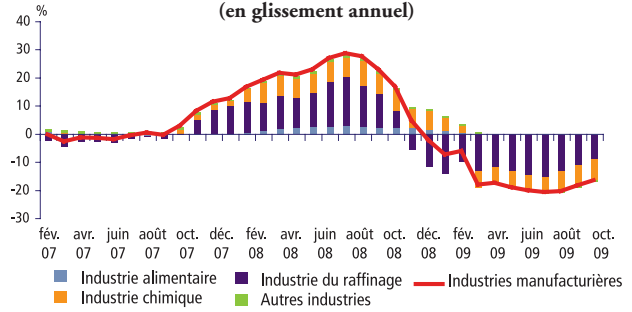
Pour leur part, les prix à la production de l'industrie alimentaire ont diminué de 1,9%, et ce en dépit du redressement des cours des produits alimentaires sur les marchés internationaux (Graphique 5.13). En ligne avec ces évolutions, les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture pour le mois d'octobre 2009 révèlent une baisse des prix des produits finis d'un mois à l'autre. Cette situation recouvre une hausse des prix dans les industries électriques et électroniques, une stagnation dans les industries du textile et du cuir et une baisse dans les autres branches. A court terme, seuls les opérateurs des industries électriques et électroniques prévoient une hausse des prix des produits finis, ceux des autres branches ayant anticipé une baisse.

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



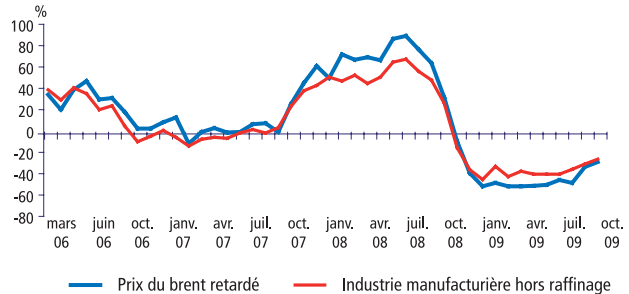
Sources : HCP et calculs de BAM

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



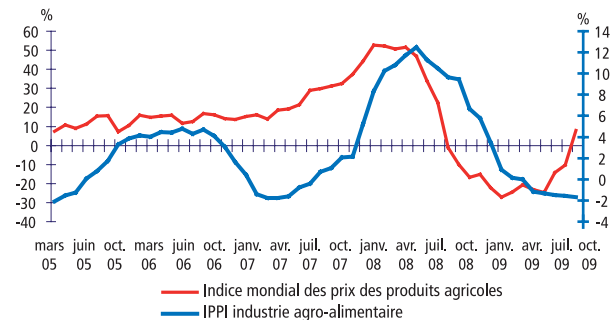
Sources : HCP et calculs de BAM

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



Sources : FMI, HCP et calculs de BAM

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



Sources : Banque mondiale, 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 six prochains trimestres et examine les principaux risques qui lui sont associés (balance des risques). Le scénario de la prévision centrale est donc conditionné par les hypothèses et les évolutions envisagées pour une série de variables affectant l'activité et l'inflation. Sous l'hypothèse de la non matérialisation des principaux facteurs de risque identifiés, l'évolution de l'inflation à l'horizon des six prochains trimestres reste en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, avec une prévision moyenne de l'ordre de 1,9%. Au terme de l'horizon de prévision, soit le premier trimestre de 2011, l'inflation devrait se situer autour de 2,5%. En comparaison avec le précédent Rapport sur la Politique Monétaire, la prévision centrale est révisée à la hausse (1,9% contre 1,1%) mais demeure en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. Les risques et les incertitudes entourant la prévision centrale de l'inflation pour les prochains trimestres sont orientés à la baisse. Ils résultent des incertitudes liées aux modalités de sortie de crise chez nos partenaires et par conséquence de l'évolution de la demande extérieure adressée au Maroc.

6.1 Hypothèses du Scénario de base

6.1.1 Environnement international

Les évolutions économiques et financières les plus récentes font état d'une reprise modérée de l'activité au niveau mondial. Ainsi, plusieurs organismes internationaux ont revu à la hausse leurs prévisions de croissance. Cependant, celle-ci serait d'intensité variable selon les différentes zones.

Selon l'OCDE, la croissance de l'économie américaine devrait s'établir à 2,5% et 2,8% en 2010 et 2011 respectivement. En Europe, la « morosité » qui a marqué une grande partie de l'année 2009 se dissiperait progressivement, donnant lieu à de meilleures perspectives. Ainsi, la croissance devrait s'établir à 0,9% en 2010 et 1,7% en 2011.

Cette reprise serait due, en partie, aux vastes plans de relance budgétaire et aux politiques monétaires expansives conjuguées aux mesures non conventionnelles. Elle découlerait également du regain de croissance dans les pays émergents, de l'amélioration de la situation sur les marchés financiers et de la hausse du niveau global des exportations suite à la reprise du commerce mondial.

Les risques associés à ces perspectives de croissance demeurent globalement équilibrés. Ils sont principalement liés aux conditions financières. Celles-ci pourraient continuer à s'améliorer à un rythme plus rapide et entraîner dans son sillage une amélioration des perspectives économiques : une hausse de la valeur du patrimoine des entreprises et des ménages qui entraînera un accroissement plus important de la demande privée. En revanche, l'effondrement potentiel d'une ou de plusieurs institutions de dimension systémique pourrait produire l'effet contraire.

Le chômage continuera aussi à peser sur les perspectives de croissance, en particulier en Europe, où les prévisions de croissance, même si elles sont en hausse, ne permettront pas de résorber le chômage conjoncturel qui risquerait, dès lors, de se transformer en chômage structurel.

Ainsi, le dispositif des politiques budgétaires et monétaires de soutien à l'activité ne devrait intervenir que progressivement et de façon ordonnée, ce qui offre un soutien de plus aux perspectives de croissance.

Sur la base de ces évolutions, nous avons révisé en conséquence nos prévisions de croissance des pays partenaires (Allemagne, Espagne, France

et Italie) parues dans le RPM du mois d'octobre. Celles-ci se situent désormais à -3,1% en 2009 (au lieu de -3,6%), 0,7% en 2010 (au lieu de -0,2%) et 1,4% en 2011. Il est à noter que le taux de croissance est calculé sur la base d'une moyenne pondérée par les parts respectives de ces pays dans notre commerce extérieur.

Concernant l'inflation, son évolution a été fortement influencée par les mouvements à la baisse des cours mondiaux des matières premières. Ces perspectives demeurent orientées à la baisse en raison des pressions exercées par le niveau de sous-utilisation des capacités productives. Ainsi, d'après les dernières prévisions de la BCE, l'inflation devrait rester faible en 2010 avec un taux de l'ordre de 1,2%.

Compte tenu de la fragilité de la reprise et de la baisse des tensions inflationnistes, la BCE devrait maintenir son taux directeur au niveau actuel de 1%, équivalent à un taux Euribor de 0,9% pour le reste de l'année en cours. En 2010, l'Euribor pourrait s'inscrire progressivement en hausse sous l'effet de la reprise attendue de la croissance et de l'apparition d'éventuelles tensions inflationnistes, quoique probablement faibles. Ainsi, nous anticipons une hausse du taux à 1,2% à partir du quatrième trimestre 2010.

Enfin, nous prévoyons que les pressions inflationnistes émanant des prix à l'import devraient continuer à être faibles quoiqu'en légère hausse en 2010 en lien avec le renchérissement des matières premières sur les marchés internationaux consécutif au redémarrage de la croissance mondiale.

6.1.2. Environnement national

Les perspectives de croissance de l'économie marocaine en 2010 indiquent une poursuite du redressement des activités non agricoles en lien

avec une amélioration de la demande extérieure et une croissance négative de l'activité agricole suite à l'important effet de base lié à la récolte exceptionnelle de l'année dernière.

La campagne agricole 2009-2010, tarde à démarrer en raison des conditions climatiques défavorables. Cependant, elle devrait profiter, à la fois, des mesures prises dans le cadre du plan « Maroc Vert » et des retenues hydrauliques exceptionnelles enregistrées l'année précédente. En attente d'une plus grande visibilité, nous retenons comme hypothèse une production céréalière de 60 millions de quintaux, soit le niveau d'une campagne agricole moyenne. En conséquence, après une campagne record enregistrée en 2008-2009, la production céréalière devrait enregistrer une baisse sensible. D'où une nette contraction de la valeur ajoutée agricole.

Par contre, l'activité non agricole serait tirée à la hausse par la demande extérieure, dans une perspective de reprise de la croissance mondiale. La reprise chez nos partenaires européens étant modérée, son impact demeurerait inférieur à la moyenne historique observée au cours des six dernières années. La demande globale devrait profiter, par contre, des efforts consentis par le Trésor qui projette des investissements en hausse de 20% et un déficit budgétaire de 4%, en augmentation de 1% par rapport à son niveau de 2009.

Dans ces conditions, nous anticipons un ralentissement de la croissance nationale pour 2010 et retenons comme hypothèse un taux de croissance compris dans une fourchette allant de 3% à 4%.

Les données disponibles relatives au marché du travail pour le troisième trimestre de 2009 montrent une stabilité du taux de chômage par rapport au même trimestre de l'année

précédente (-0,1%). La reprise de l'activité au niveau des secteurs du BTP et des services a relancé la création d'emplois, alors qu'une baisse de 2,3% a été enregistrée au niveau du secteur agricole.

Selon notre enquête de conjoncture du troisième trimestre 2009, les effectifs employés devraient stagner au cours du troisième trimestre avant de progresser au cours du quatrième du fait de la reprise dans les industries électriques et électroniques.

Au niveau des salaires, et compte tenu de la dernière augmentation du SMIG en date de juillet 2009, nous ne prévoyons pas de variation du SMIG dans le cadre du scénario central, avec un niveau qui devrait demeurer à 10,65 Dh/heure.

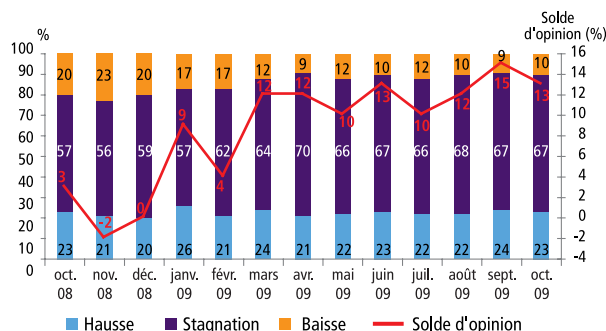
L'amorce d'une reprise de la croissance économique mondiale, et plus particulièrement au sein des pays émergents, devrait affecter la demande mondiale d'hydrocarbures. En conséquence, le FMI a révisé à la hausse ses prévisions sur le prix du pétrole en octobre dernier. Ainsi, le prix moyen du baril de Brent en 2009 se situerait à un niveau moyen de 61,5 dollars, en baisse de 36,6% par rapport à 2008. Par contre, il augmenterait de 24.2% en 2010, pour se situer à 76,5 dollars. Pour sa part, le marché des futures anticipe des prix du baril autour de 77 dollars en 2009 et de 79,2 dollars en 2010.

Malgré cette tendance à la hausse, le prix des hydrocarbures demeure soutenable en égard aux charges de compensation programmées dans le cadre du projet de la Loi de Finances 2010. Celles-ci sont de l'ordre de 14 milliards de dirhams (soit 1,8% en termes de PIB) sur la base d'un scénario de 75 dollars le baril. Dans ces conditions, la prévision centrale retient l'hypothèse d'une stagnation du prix du gasoil à la pompe à 7,15 DH le litre sur les six trimestres

de notre horizon de prévision.

Selon les résultats de notre enquête de conjoncture du mois d'octobre, le pourcentage des chefs d'entreprises qui prévoient une stagnation de l'inflation pour les trois prochains mois est demeuré élevé et constant de septembre à octobre 2009.

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



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

6.2 Prévision d'inflation et balance des risques

Dans l'hypothèse de la non matérialisation des principaux risques décrits ci-dessus, la prévision centrale à l'horizon des six prochains trimestres devrait se situer à 1,9%. Ce niveau, supérieur au taux de 1,1% prévu dans le cadre du précédent Rapport sur la Politique Monétaire, demeure en ligne avec l'objectif de stabilité des prix.

Ainsi, pour l'ensemble de l'année 2009, l'inflation devrait s'établir à 1,3%, soit un niveau largement inférieur à celui de 3,9% enregistré en 2008. Pour l'année 2010, l'inflation devrait atteindre 2%.

Cette révision globale à la hausse concerne quasiment tous les trimestres de l'horizon de prévision. Ainsi, l'inflation au cours du premier trimestre de l'année 2010 devrait se situer autour de 1,2% au lieu de 0,9% prévue à l'exercice précédent. La prévision pour le second

semestre de la même année passe de 1,4% à 2%. L'inflation prédite pour le troisième trimestre reste inchangée à 2,2%, et celle du quatrième trimestre passe de 2% à 2,5%.

Tableau 6.1 : Prédiction de l'inflation pour 2009 T4 – 2011 T1

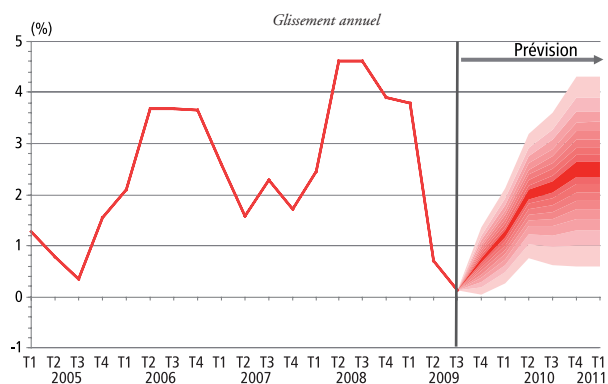
Glissement annuel	2009		2010		2011		Moyenne		
	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2009	2010	HP*
	Prédiction centrale (%)	0,7	1,2	2,0	2,2	2,5	2,5	1,3	2,0

* Horizon de prévision

Ces prévisions sont effectuées sur la base d'hypothèses considérées comme les plus probables. Cependant, il existe plusieurs sources d'incertitudes, provenant aussi bien de l'évolution future des variables exogènes que des modèles utilisés pour la prévision, qui peuvent impacter à la hausse comme à la baisse le niveau d'inflation prévu. L'analyse de la balance des risques permettra 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 6.2).

Le fan chart de cet exercice de prévision laisse entrevoir une légère asymétrie vers le bas. Cette asymétrie découle des risques potentiels liés, d'une part, aux incertitudes entourant l'évolution de la conjoncture internationale (faible reprise de l'activité chez les principaux partenaires ; manque de visibilité quant à l'évolution des taux d'intérêts dans la zone Euro) et, d'autre part, à l'environnement national (possibilité d'une campagne agricole plus faible que celle retenue dans le scénario central). La matérialisation d'un ou de plusieurs de ces risques pourrait conduire à une déviation du niveau de l'inflation par rapport à la prévision centrale, avec une valeur comprise (avec une probabilité de 90%) dans la fourchette de prévision représentée sur le fan chart.

Graphique 6.2 : Projections de l'inflation 2009 T4 - 2011 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.

بنك المغرب
بنك المغرب

Dépôt légal : 2007/0033

BANK AL-MAGRIB

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

Tél. :(212) 5 37 70 66 45

Fax :(212) 5 37 20 67 68

E mail : deri@bkam.ma

www.bkam.ma

بنك المغرب
بنك المغرب

بنك المغرب
بنك المغرب