



◆ **RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE** ◆

N° 21 / 2011

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





## Rapport sur la politique monétaire

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

بنك المغرب

بنك المغرب  
بنك المغرب

---

## LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

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

## SOMMAIRE

<b>Liste des graphiques, des tableaux et des encadrés</b> .....	<b>5</b>
<b>Communiqué de presse</b> .....	<b>9</b>
<b>Aperçu général</b> .....	<b>11</b>
<b>1. Orientation de l’offre et de la demande globale</b> .....	<b>13</b>
1.1 Production .....	13
1.2 Consommation .....	16
1.3 Investissement .....	17
1.4 Commerce extérieur .....	18
<b>2. Pressions sur les capacités de production et marché du travail</b> .....	<b>20</b>
2.1 Tensions sur les capacités de production .....	20
2.2 Tensions sur le marché du travail .....	21
<b>3. Environnement international et prix à l’importation</b> .....	<b>24</b>
3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde .....	24
3.2 Prix des matières premières et de l’inflation .....	32
3.3 Indice des valeurs unitaires à l’importation du Maroc .....	34
<b>4. Conditions monétaires et prix des actifs</b> .....	<b>36</b>
4.1 Conditions monétaires .....	36
4.2 Prix des actifs .....	43
<b>5. Evolution récente de l’inflation</b> .....	<b>46</b>
5.1 Evolution de l’inflation .....	46
5.2 Biens échangeables et biens non échangeables .....	48
5.3 Biens et services .....	49
5.4 Indice des prix à la production industrielle .....	49
5.5 Anticipations d’inflation .....	50
<b>6. Perspectives de l’inflation</b> .....	<b>51</b>
6.1 Hypothèses du Scénario de base .....	51
6.2 Prévision d’inflation et balance des risques .....	54

## LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Projections de la croissance T3 2011-T3 2012 .....	14
Graphique 1.2	: Projections de la croissance non agricole T3 2011-T3 2012 .....	14
Graphique 1.3	: Evolution trimestrielle du Produit Intérieur Brut, de la valeur ajoutée agricole et non agricole.....	14
Graphique 1.4	: Contributions en points de pourcentage des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance globale.....	15
Graphique 1.5	: Evolution en glissement annuel des valeurs ajoutées.....	15
Graphique 1.6	: Evolution, en glissement annuel, de la valeur ajoutée du BTP, des ventes cumulées de ciment et des crédits immobiliers .....	15
Graphique 1.7	: Production industrielle passée et prévue .....	16
Graphique 1.8	: Contributions des branches d'activités à la croissance globale.....	16
Graphique 1.9	: Indicateur composite avancé pondéré des pays partenaires .....	16
Graphique 1.10	: Évolution trimestrielle en glissement annuel de la consommation finale des ménages, des crédits à la consommation, et des recettes voyages .....	17
Graphique 1.11	: Évolution trimestrielle en glissement annuel de l'investissement total, de la valeur ajoutée non agricole, et des crédits à l'équipement .....	17
Graphique 1.12	: Évolution du climat général des affaires et des dépenses d'investissement .....	17
Graphique 1.13	: Cumul des exportations .....	18
Graphique 1.14	: Cumul des importations .....	18
Graphique 1.15	: Evolution des quantités et des prix du pétrole brut, du gasoil et fuel .....	19
Graphique 1.16	: Evolution des quantités et du prix du phosphate.....	19
Graphique 2.1	: Output-gap non agricole.....	20
Graphique 2.2	: Output-gap non agricole et inflation sous-jacente .....	20
Graphique 2.3	: Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie .....	21
Graphique 2.4	: Productivité apparente du travail, en glissement annuel .....	21
Graphique 2.5	: Evolution des composantes du coût unitaire de production par secteur .....	21
Graphique 2.6	: Croissance non agricole et chômage urbain, T1 2001 - T3 2011.....	21
Graphique 2.7	: Effectif employé selon les secteurs d'activité .....	22
Graphique 2.8	: Variation des coûts unitaires de la main-d'oeuvre du secteur manufacturier marocain par rapport à d'autres pays, 2010 T2-2011 T2.....	22
Graphique 2.9	: Variation de l'indice des salaires moyen dans le secteur privé en termes nominal et réel .....	23
Graphique 2.10	: SMIG en termes nominal et réel .....	23
Graphique 3.1	: Evolution du spread OIS-LIBOR.....	24
Graphique 3.2	: Evolution du TED spread .....	25
Graphique 3.3	: Evolution des taux de rendements des obligations d'Etat à 10 ans dans la zone euro et aux Etats-Unis.....	25
Graphique 3.4	: Evolution des CDS dans les pays périphériques de la zone euro .....	25
Graphique 3.5	: Evolution des CDS dans les pays émergents (Brésil, Russie, Inde, Chine) et au Maroc.....	26
Graphique 3.6	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées .....	26
Graphique 3.7	: Evolution de l'indice MSCI EM et du MASI.....	26
Graphique 3.8	: Evolution du VIX.....	26
Graphique 3.9	: Evolution du crédit aux Etats-Unis, dans la zone euro et au Maroc .....	27
Graphique 3.10	: Evolution du PIB dans le monde, dans la zone euro et les pays partenaires .....	27
Graphique 3.11	: Evolution du PIB dans les pays émergents (Brésil, Russie, Inde, Chine) et au Maroc .....	27
Graphique E 3.1.1	: Evolutions des crédits à la consommation : zone euro et Etats-Unis .....	28
Graphique E 3.1.2	: Evolutions des crédits à l'immobilier aux Etats-Unis et dans la zone euro.....	28
Graphique E 3.1.3	: Evolutions des crédits aux entreprises aux Etats-Unis et dans la zone euro .....	28
Graphique 3.12	: Output-gap des principaux pays partenaires.....	29
Graphique 3.13	: Evolution de l'ISM aux Etats-Unis .....	29
Graphique 3.14	: Evolution du PMI composite et manufacturier dans la zone euro .....	30
Graphique 3.15	: Evolution du taux de chômage mensuel aux Etats-Unis, dans la zone euro et les pays partenaires .....	30

Graphique 3.16	: Evolution du taux de variation du chômage pondéré des pays partenaires et du taux de croissance des transferts des MRE .....	31
Graphique 3.17	: Cours mondial du Brent en dollars .....	31
Graphique 3.18	: Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie .....	32
Graphique 3.19	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés .....	32
Graphique 3.20	: Perspectives d'évolution des indices des prix des matières premières.....	34
Graphique 3.21	: Indice des prix à l'import hors énergie .....	34
Graphique 3.22	: Indice des prix à l'import des demi-produits .....	34
Graphique 3.23	: Indice des prix à l'import des produits miniers .....	35
Graphique 3.24	: Evolution de l'indice mondial des prix des matières premières et de l'IPM hors énergie national .....	35
Graphique 3.25	: Evolution des IPM .....	35
Graphique 4.1	: Evolution du taux interbancaire .....	36
Graphique E 4.1.1	: Evolution de la position de liquidité et du TMP en moyenne trimestrielle.....	37
Graphique E 4.1.2	: Position de liquidité et TMP du marché monétaire interbancaire .....	37
Graphique 4.2	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché des valeurs du Trésor .....	37
Graphique E 4.1.3	: Variation des réserves obligatoires .....	38
Graphique E 4.1.4	: Evolution de l'effet des facteurs de liquidité .....	38
Graphique E 4.1.5	: Interventions de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire .....	38
Graphique E 4.1.6	: Evolution de la moyenne et de l'écart-type du TMP du marché interbancaire .....	38
Graphique 4.3	: Evolution des taux débiteurs .....	39
Graphique 4.4	: Evolution du taux interbancaire et des taux débiteurs .....	39
Graphique 4.5	: Croissance de M3 et sa tendance, en glissement annuel .....	39
Graphique 4.6	: Excédent monétaire .....	39
Graphique 4.7	: Contributions des principales contreparties à la croissance de la masse monétaire .....	40
Graphique 4.8	: Evolution des principales composantes de M3 .....	40
Graphique 4.9	: Contributions des secteurs institutionnels à la croissance du total des dépôts .....	40
Graphique 4.10	: Croissance du crédit et sa tendance .....	40
Graphique 4.11	: Contribution des secteurs institutionnels à la croissance du crédit .....	41
Graphique 4.12	: Croissance des principales catégories du crédit .....	41
Graphique 4.13	: Contribution des différentes catégories à la croissance du crédit .....	41
Graphique 4.14	: Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets .....	41
Graphique 4.15	: Evolution trimestrielle de l'encours des créances nettes sur l'administration centrale .....	42
Graphique 4.16	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme, en glissement annuel.....	42
Graphique 4.17	: Evolution des agrégats PL1 et PL2 .....	42
Graphique 4.18	: Croissance de PL3 et du Masi .....	43
Graphique 4.19	: Taux de change du dirham.....	43
Graphique 4.20	: Taux de change effectif nominal et réel .....	43
Graphique 4.21	: Indice des prix des actifs immobiliers .....	43
Graphique 4.22	: Indice des prix des actifs immobiliers et crédits à l'habitat .....	44
Graphique 4.23	: Indice des prix des actifs immobiliers et indice boursier du secteur immobilier .....	44
Graphique 4.24	: Indices boursiers .....	44
Graphique 4.25	: Valorisation du marché boursier au Maroc et dans certains pays émergents à fin septembre 2011 .....	45
Graphique 4.26	: Evolution des indices sectoriels .....	45
Graphique 5.1	: Inflation et inflation sous-jacente .....	46
Graphique 5.2	: Contributions des principales composantes à l'inflation .....	46
Graphique 5.3	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables .....	47
Graphique 5.4	: Contribution des échangeables et des non échangeables à l'inflation sous-jacente .....	48
Graphique 5.5	: Evolution des prix des biens échangeables et non échangeables et ceux des produits alimentaires volatils et produits réglementés .....	48
Graphique 5.6	: Evolution de l'inflation des biens échangeables et celle des partenaires commerciaux .....	49
Graphique 5.7	: Contributions des prix des biens et services à l'inflation .....	49

Graphique 5.8 : Evolution des indices des prix à la production industrielle .....	49
Graphique 5.9 : Contributions des principales rubriques à l'indice des prix à la production manufacturière .....	50
Graphique 5.10 : Evolution des prix à la production de l'industrie alimentaire au Maroc et sur les marchés internationaux.....	50
Graphique 5.11 : Evolution des prix des produits industriels pour les trois prochains mois .....	50
Graphique 5.12 : Anticipations de l'inflation selon les chefs des entreprises pour les prochains mois.....	50
Graphique 6.1 : Projections de l'inflation 2011 T4 - 2013 T1 .....	54

## LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1 : Evolution du PIB trimestriel aux prix chaînés .....	13
Tableau 1.2 : Évolution de la balance commerciale au terme du mois de novembre 2011 .....	18
Tableau 2.1 : Indicateurs trimestriels d'activités et de chômage par milieu de résidence.....	22
Tableau 3.1 : Evolution de la croissance trimestrielle, en glissement annuel .....	27
Tableau 3.2 : Perspectives de la croissance dans le monde.....	29
Tableau 3.3 : Evolution du taux de chômage aux Etats-Unis, dans la zone euro et dans les pays partenaires .....	30
Tableau 3.4 : Futures du prix du pétrole .....	31
Tableau 3.5 : Futures des prix du blé du maïs et du sucre.....	32
Tableau 3.6 : Evolution récente de l'inflation dans le monde .....	34
Tableau 3.7 : Evolution de l'IPM .....	35
Tableau 4.1 : Evolution des taux de rendement des bons du Trésor sur le marché primaire .....	36
Tableau 4.2 : Taux créditeurs.....	37
Tableau 4.3 : Valorisation du marché des actions.....	44
Tableau 5.1 : Inflation et ses composantes .....	47
Tableau 5.2 : Prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur .....	47
Tableau 5.3 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables.....	48
Tableau 5.4 : Contribution des prix des biens échangeables et non échangeables à l'inflation globale.....	48
Tableau 5.5 : Indices des prix des biens et services.....	49
Tableau 6.1 : Prévision de l'inflation pour 2011 T4 – 2013 T1 .....	54

## LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 3.1 : Evolution des conditions d'octroi de crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro .....	28
Encadré 4.1 : Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire .....	37



بنك المغرب  
بنك المغرب

---

## COMMUNIQUÉ DE PRESSE

### REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 20 décembre 2011

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrif a tenu sa réunion trimestrielle le mardi 20 décembre 2011.
2. Le Conseil a examiné l'évolution récente de la situation économique, monétaire et financière, ainsi que les prévisions d'inflation à l'horizon du premier trimestre 2013.
3. Le Conseil a noté que l'évolution de l'inflation est restée modérée, en ligne avec l'appréciation faite lors de sa réunion de septembre dernier. L'inflation en glissement annuel a augmenté de 0,5% en novembre, après -0,4% en octobre et 0,8% en septembre. Parallèlement, l'inflation sous-jacente, qui reflète la tendance fondamentale des prix, s'est établie à 1,6% en novembre, après 1,5% en octobre et 1,6% en septembre. Pour sa part, le rythme de progression des prix à la production industrielle est demeuré rapide en glissement annuel, s'établissant à 15,4% en octobre, après 15,5% en septembre et 15,9% en août, en liaison avec le niveau encore élevé des cours des matières premières sur le marché international.
4. Sur le plan international, les prévisions de croissance ont été revues à la baisse dans la plupart des pays et les risques de récession ont sensiblement augmenté chez nos principaux partenaires. En effet, les résultats des comptes nationaux du troisième trimestre 2011, ainsi que les derniers indicateurs du marché du travail et du crédit, signalent la poursuite de la détérioration de l'activité économique, avec un rythme plus accentué dans la zone euro. Pour cette dernière, l'insuffisance des progrès au niveau des finances publiques se traduit par une crise de confiance, qui est accompagnée par la dégradation des notations souveraines de plusieurs pays et de nombreuses institutions financières. Ces évolutions laissent entrevoir un reflux des tensions inflationnistes d'origine externe au cours des prochains trimestres, ainsi qu'une baisse de la demande étrangère adressée au Maroc.
5. Au niveau national, malgré l'évolution des indicateurs des comptes extérieurs à fin novembre qui reste globalement positive, notamment les recettes des transferts des MRE, quelques signes de diffusion des effets du ralentissement de l'activité dans les pays partenaires apparaissent, comme en témoigne notamment la décélération graduelle des rythmes de progression des recettes voyages et des exportations hors phosphate et dérivés depuis plusieurs mois. Dans ce contexte, la croissance pour l'ensemble de l'année 2011, aussi bien pour le PIB global que pour celui non agricole, a été légèrement revue à la baisse, se situant désormais entre 4% et 5%, au lieu de 4,5% et 5,5% précédemment. En 2012, la croissance globale devrait également s'établir dans une fourchette entre 4% et 5%. Au total, et si les conditions de nos principaux pays partenaires ne venaient pas à se dégrader davantage, l'output gap non agricole devrait afficher des valeurs proches de zéro au cours des prochains trimestres, dénotant ainsi l'absence de pressions inflationnistes provenant de la demande.
6. L'analyse des évolutions monétaires à fin octobre 2011 fait apparaître des hausses respectives de 5,3% et de 7% de M3 et du crédit, en glissement annuel, après 5,1% et 7,5% au troisième

trimestre, alors que l'écart monétaire demeure négatif, dénotant de nouveau de l'absence de tensions inflationnistes. Sur l'ensemble de l'année, le rythme de progression du crédit bancaire devrait se situer entre 7 et 8%, soit un niveau proche de son rythme de long terme.

7. Sur la base de l'ensemble de ces éléments, la prévision centrale de l'inflation ressort en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. Au terme de l'horizon de prévision, soit le premier trimestre 2013, l'inflation devrait se situer à 2,1%. La prévision moyenne pour l'année 2012 s'établirait à 1,5%, tandis qu'elle a été révisée à la baisse de 1,3% à 1% pour 2011. Pour sa part, l'inflation sous-jacente devrait rester modérée, ne dépassant pas 2% au terme de l'horizon de prévision.
8. Dans ce contexte caractérisé par une prévision centrale durablement en ligne avec l'objectif de stabilité des prix et une balance des risques orientée à la baisse, en liaison avec les évolutions observées au niveau international, le Conseil a décidé de maintenir le taux directeur inchangé à 3,25%.
9. Le Conseil a également examiné les projections budgétaires triennales et approuvé le budget pour l'exercice 2012.
10. Le Conseil a arrêté le calendrier de ses réunions pour l'année 2012 comme suit :

27 mars 2012

19 juin 2012

25 septembre 2012

18 décembre 2012

---

## APERÇU GÉNÉRAL

En ligne avec les analyses et les prévisions publiées dans le cadre du Rapport sur la Politique Monétaire de septembre, 2011, l'évolution des prix à la consommation est restée modérée. Cette tendance s'explique par la poursuite de l'ajustement à la baisse des prix des produits alimentaires, après la hausse ponctuelle observée en août, ainsi que par le recul important des prix de certains services. En effet, l'inflation en glissement annuel a même connu une évolution négative en octobre, s'établissant à -0,4%, au lieu de 0,8% en septembre et 2,2% en août, ramenant sa moyenne à 1,6% au troisième trimestre et à 0,9% sur les dix premiers mois de 2011.

L'inflation sous-jacente, qui traduit la tendance fondamentale des prix, a également connu un ralentissement, revenant à 1,5% en octobre, au lieu de 1,6% en septembre et 2,2% en août. Cette évolution reflète une décélération du rythme de progression des prix des biens non échangeables à 0,1% en septembre et octobre, celui des prix des biens échangeables ayant été plus rapide à 2,9% en octobre, en liaison avec le maintien à des niveaux relativement élevés des cours des matières premières et des prix à la consommation à l'échelle internationale.

Dans le même temps, les fluctuations des cours mondiaux des matières premières continuent d'alimenter la dynamique des prix à la production des industries manufacturières, dont la hausse en glissement annuel a atteint 15,4% en octobre, en léger ralentissement par rapport aux rythmes de 15,5% et 15,9% observés respectivement en septembre et août.

Au niveau de l'environnement international, les conditions financières ont connu de nouvelles tensions au quatrième trimestre 2011, en liaison principalement avec les effets de la crise de la dette souveraine dans la zone euro, accentués par la dégradation de la conjoncture économique et de la confiance dans les économies avancées. En effet, les comptes nationaux du troisième trimestre 2011 et les indicateurs de haute fréquence les plus récents confirment le ralentissement de la croissance dans ces économies et, dans une moindre mesure, dans celles émergentes d'Asie. Ils font également ressortir le maintien du chômage à des niveaux élevés dans les pays industrialisés. Pour leur part, les projections des différents organismes nationaux et internationaux font état de révisions substantielles à la baisse de la croissance en 2011 et 2012, ainsi que d'une augmentation des incertitudes entourant la normalisation des conditions financières et des risques de récession en particulier dans la zone euro. Dans ce contexte, les cours des matières premières sur les marchés internationaux se sont globalement orientés à la baisse en novembre, tout en demeurant à des niveaux supérieurs à ceux observés une année auparavant, tandis que les tensions inflationnistes ont connu un reflux qui est plus marqué dans les économies avancées.

Au plan national, l'évolution des indicateurs des échanges extérieurs relatifs au mois de novembre reste globalement positive, avec toutefois quelques signes de diffusion des effets de la conjoncture dans les pays partenaires. En effet, les recettes voyages ont ralenti à 4,5% en glissement annuel et, dans une moindre mesure, le rythme de progression des exportations hors phosphate a reculé à 8,9%. Parallèlement, celui des importations hors produits énergétiques a atteint 15,6%. Pour leur part, les transferts des MRE poursuivent leur progression, avec un accroissement de 7,9%.

Dans ces conditions, l'output gap non agricole, pertinent pour l'appréciation des tensions inflationnistes, aurait marqué des valeurs non significativement différentes de zéro aux troisième et quatrième trimestres. L'estimation de la croissance pour l'ensemble de l'année 2011, aussi bien pour le PIB global que pour celui non agricole, a été légèrement revue à la baisse, s'établissant à un rythme compris entre 4% et 5%, au lieu de 4,5% et 5,5% précédemment. En 2012, la croissance globale devrait également se situer dans la même fourchette, soit entre 4% et 5%.

Au niveau des conditions monétaires, les données ne font pas ressortir de variations notables du rythme de progression de l'agrégat M3 en glissement annuel, établi à 5,3% à fin octobre 2011, après 5,1% au troisième trimestre, laissant ainsi indiquer le maintien de l'écart monétaire à des niveaux négatifs. Dans le même temps, la croissance du crédit est revenue de 7,5% à 7%, reflétant principalement le ralentissement de celle des facilités de trésorerie et des prêts à l'équipement. S'agissant des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le troisième trimestre 2011 font état d'un accroissement de 16 points de base du taux moyen pondéré du crédit, porté essentiellement par l'augmentation des taux appliqués aux facilités de trésorerie et aux crédits à la consommation. Concernant l'indice des prix des actifs immobiliers, il s'est accru de 0,8% en glissement annuel au troisième trimestre, contre 2,2% au deuxième trimestre, recouvrant une hausse de 2,1% des prix des biens résidentiels et commerciaux et un recul de 1,7% de ceux des biens fonciers.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments, l'inflation à l'horizon des six prochains trimestres devrait globalement rester en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. Au terme de l'horizon de prévision, soit le premier trimestre 2013, l'inflation devrait se situer à 2,1%, alors qu'en moyenne, sur le même horizon, elle s'établirait à 1,4%.

Comparativement à l'exercice précédent (RPM septembre 2011), l'inflation au cours de l'année 2011 a été révisée de 1,3% à 1,0%, du fait de la baisse ponctuelle des prix de certains services, ainsi que l'ajustement à la baisse plus fort que prévu, des prix des produits alimentaires volatils en septembre et octobre. En 2012, l'inflation devrait se situer en moyenne à 1,5%. En ce qui concerne la balance des risques entourant la prévision centrale, elle demeure orientée à la baisse, en liaison avec les difficultés de l'environnement international.

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

Entre le premier et le deuxième trimestre 2011, la croissance nationale a ralenti de 5% à 4,2%, reflétant essentiellement la décélération de 4,7% à 4,2% de la croissance de la valeur ajoutée non agricole. Outre la baisse de la demande extérieure nette, cette évolution est liée au recul du rythme de progression de la consommation des ménages, de 6,3% à 5,4%, dont l'effet n'a été que partiellement compensé par l'accélération de la croissance de la consommation publique et de la formation brute du capital fixe. Au cours du deuxième semestre, la croissance ne devrait pas connaître de changements significatifs comparativement au premier semestre, avec un rythme moyen estimé entre 4% et 5%, aussi bien pour le PIB global que celui non agricole. La demande intérieure devrait progresser à des rythmes semblables à ceux observés depuis le début de l'année, tandis que la contribution de la demande extérieure nette devrait rester négative. En intégrant l'effet adverse de l'évolution de l'activité au niveau international, en particulier en Europe, les perspectives à très court terme de croissance au niveau national ont ainsi été légèrement revues à la baisse, la croissance du PIB global et non agricole sur l'ensemble de l'année devant désormais s'établir dans un intervalle compris entre 4% et 5% contre 4,5% et 5,5% précédemment. Au-delà de cet horizon, les faibles performances anticipées pour les différents pays partenaires, ainsi que les facteurs de risques les entourant, devraient sensiblement entraver la dynamique de croissance de l'économie nationale, à travers leur impact direct sur les exportations et indirect sur les éléments de la demande intérieure. S'agissant des pressions sur les prix, l'analyse ainsi menée suggère qu'elles devraient demeurer faibles au cours des prochains trimestres.

### 1.1 Production

Au premier semestre 2011, la croissance nationale s'est établie à 4,6%, recouvrant une hausse de 4,2% de la valeur ajoutée agricole et de 4,6% de celle non agricole. Cette dernière reflète une progression positive de l'ensemble des branches à l'exception de celles des « hôtels et restaurants » et de la « pêche », qui se sont inscrites en baisse au deuxième trimestre de 3,7% et de 1,9% respectivement.

Au titre du deuxième semestre 2011, et en cas de non matérialisation des risques accrus entourant la poursuite de la hausse du PIB dans les pays partenaires, l'analyse de l'évolution récente indique une progression entre 4% et 5% de la croissance nationale (voir Graphique 1.1), avec une hausse de près de 4% de la valeur ajoutée agricole et entre 4% et 5% de celle non agricole (voir Graphique 1.2). La valeur ajoutée du secteur secondaire devrait croître à un rythme stable autour de 3,4% au deuxième semestre, contribuant de 0,8 point de pourcentage à la croissance globale. Cette évolution serait liée à une légère amélioration de l'ensemble des branches, exception faite des industries

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

Branches d'activités en %	2009		2010			2011				
	TIII	TIV	TI	TII	TIII	TIV	TI	TII	TIII <sub>E</sub>	TIV <sub>P</sub>
Agriculture	26,3	32,3	0,6	-3,4	0,0	-3,6	3,7	4,6	3,8	3,9
<b>VA non agricole</b>	<b>0,1</b>	<b>5,5</b>	<b>6,0</b>	<b>4,4</b>	<b>4,3</b>	<b>2,3</b>	<b>4,8</b>	<b>4,2</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>
Industrie extractive	-21,9	14,0	74,7	51,3	23,3	18,8	13,7	2,3	2,1	2,3
Industrie de transformation	-0,3	3,9	1,8	1,7	3,2	4,5	2,7	2,3	3,2	3,2
Electricité et eau	3,1	7,6	5,1	8,7	9,3	5,6	2,3	6,2	5,4	4,0
Bâtiment et travaux publics	0,9	7,1	5,9	3,7	1,4	-0,3	2,5	3,0	3,3	4,2
Commerce	-2,1	4,3	2,8	-0,5	3,6	-7,0	3,8	4,1	4,3	5,2
Hôtels et restaurants	0,1	2,9	8,8	8,0	8,7	6,8	7,5	-3,7	-1,9	-1,0
Transports	2,6	5,5	11,7	6,7	6,2	4,4	5,5	4,3	4,6	4,8
Postes et télécommunications	3,9	1,1	2,1	2,6	3,4	9,6	7,7	10,5	6,9	6,7
Administration publique générale et sécurité sociale	9,7	8,8	4,4	3,2	2,3	1,7	6,2	7,4	7,6	7,7
Autres services*	2,7	3,8	5,0	4,1	4,2	2,7	4,8	4,8	4,8	4,9
Impôts sur les produits nets des subventions	6,5	5,1	6,8	6,6	6,5	7,0	7,9	3,6	4,7	4,9
PIB hors agriculture	0,9	5,5	6,1	4,7	4,6	2,9	5,2	4,1	4,6	4,8
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>3,9</b>	<b>8,9</b>	<b>5,4</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>	<b>2,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,2</b>	<b>4,4</b>	<b>4,6</b>

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

Sources : HCP, estimations et prévisions de BAM

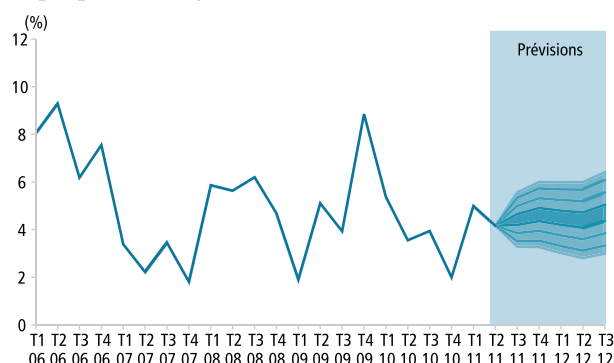
extractives dont la croissance devrait rester faible comparativement aux performances réalisées en 2010 et au premier trimestre 2011. En effet, la production marchande de l'OCP ne s'est accrue que de 5,7% seulement à fin septembre 2011, contre 60,6% au cours de la même période de l'année précédente, alors que les exportations de phosphates et dérivés ont progressé de 34,2%, au lieu de 86,7%.

Concernant l'activité dans les industries de transformation, plusieurs indicateurs laissent indiquer une certaine amélioration, les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib du mois d'octobre ayant fait état d'une augmentation de la production industrielle et des ventes (voir Graphique 1.6). De même, le taux d'utilisation des capacités de production s'est établi à 74%, en hausse par rapport au niveau relativement bas observé en août et septembre. En dépit de ces améliorations, les stocks de produits finis sont encore jugés supérieurs à leur niveau habituel et les commandes globales inférieures à la normale. A très court terme, les professionnels anticipent une amélioration de l'activité dans l'ensemble, avec une poursuite de la hausse de la production et des ventes.

Par ailleurs, les ventes d'électricité à haute et moyenne tension au troisième trimestre se sont inscrites en légère amélioration. Globalement, la valeur ajoutée de la branche « électricité et eau » aurait connu une orientation favorable, au troisième trimestre 2011, avec une croissance de près de 5%, comme en témoigne la hausse de 5,1%, à fin septembre, de la production nette de l'Office national de l'électricité, la progression de 7,5% des ventes totales ainsi que l'augmentation de 23,9% des exportations nettes de l'électricité.

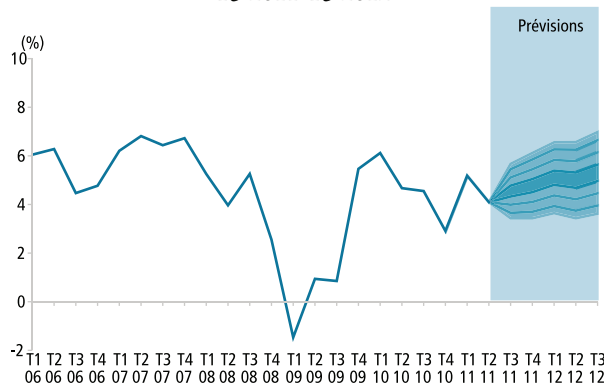
Pour sa part, la branche du bâtiment et travaux publics semble poursuivre son redressement progressif, les indicateurs du secteur ayant globalement poursuivi leur hausse. En effet, les ventes de ciment ont augmenté de 8,7% à fin septembre contre 0,6% une année auparavant,

Graphique 1.1 : Projections de la croissance T3 2011-T3 2012\*



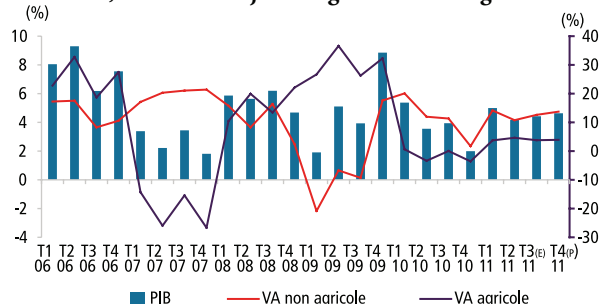
(\*) Éventails en fonction de l'écart type  
Sources : HCP, estimations et prévisions de BAM

Graphique 1.2 : Projections de la croissance non agricole T3 2011-T3 2012\*



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

Graphique 1.3 : Evolution trimestrielle du Produit Intérieur Brut, de la valeur ajoutée agricole et non agricole



Sources : HCP et prévisions de BAM



tandis que les crédits immobiliers ont affiché une hausse de 11,1% à fin octobre 2011, recouvrant une progression de 11,3% des crédits à l'habitat et de 9,7% des crédits aux promoteurs immobiliers (voir Graphique 1.7). En revanche, les indicateurs d'emploi dans le secteur ont de nouveau connu une dégradation, avec une perte nette de 6.000 emplois au troisième trimestre, principalement dans le milieu rural. Au total, les activités du BTP devraient croître de près de 3% au troisième trimestre et de 4% au quatrième trimestre 2011.

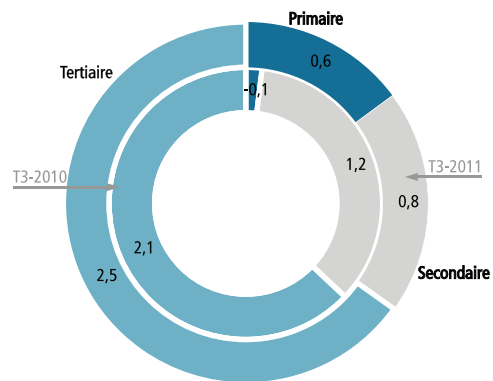
Au niveau des services, la valeur ajoutée du secteur tertiaire devrait progresser de 5,2% au deuxième semestre 2011, niveau comparable à celui observé au premier semestre. Cette évolution est attribuable aux bonnes performances de l'ensemble des branches, exception faite de celle relative aux « Hôtels et restaurants ».

La branche des postes et télécommunications devrait enregistrer une croissance de 6,8% au troisième trimestre 2011, comme en témoigne la progression rapide, à fin septembre du parc de la téléphonie mobile et l'importante hausse du parc Internet. Pour sa part, la valeur ajoutée du transport devrait connaître une augmentation soutenue au troisième trimestre 2011, bénéficiant ainsi de l'effet d'entraînement lié à la bonne orientation des autres branches. De même, le commerce devrait croître à un rythme avoisinant 4% au cours du troisième trimestre 2011.

Quant à la valeur ajoutée de la branche « hôtels et restaurants », elle devrait de nouveau s'inscrire en baisse, bien qu'à un rythme en atténuation comparativement à celui observé au premier semestre (voir Tableau 1.1). En effet, les derniers indicateurs disponibles font état d'une baisse de 4% des arrivées touristiques au troisième trimestre 2011, les nuitées et les recettes voyages s'étant également repliées de 5% et 2% respectivement.

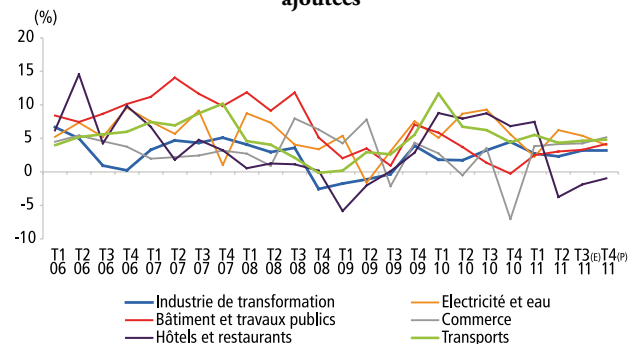
Sur l'ensemble de l'année, les prévisions relatives à la croissance, établies dans le cadre du dernier

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



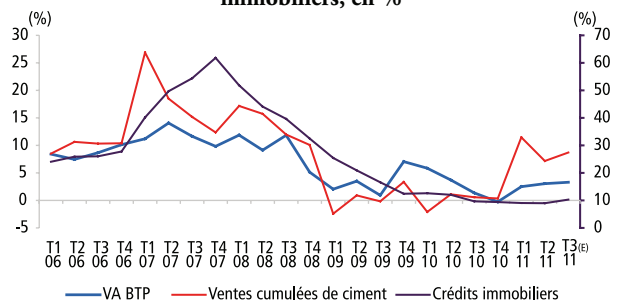
Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM

Graphique 1.5 : Evolution en glissement annuel des valeurs ajoutées



Sources : HCP et prévisions de BAM

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



Sources : APC, BAM et prévisions de BAM



Rapport sur la politique monétaire (voir RPM de septembre 2011) ont été revues légèrement à la baisse, soit une progression comprise dans une fourchette de 4% à 5% aussi bien pour le PIB non agricole que le PIB global.

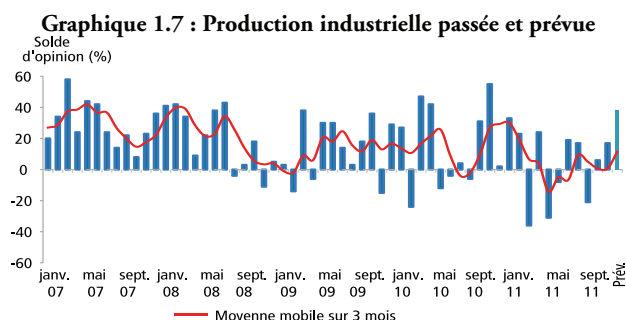
## 1.2 Consommation

Au deuxième trimestre 2011, la consommation finale nationale s'est accrue à un rythme comparable à celui du premier trimestre, soit 5,2% au lieu de 5,4%. Cette évolution recouvre, un ralentissement de la croissance des dépenses de consommation des ménages, de 6,3% à 5,4% et un renforcement de celle de la consommation publique de 2,1% à 4,4%.

Au cours des prochains trimestres, et en l'absence d'une matérialisation des risques entourant l'évolution de certains déterminants, notamment ceux conditionnés par l'évolution du revenu dans les principaux partenaires, la consommation nationale devrait rester dynamique.

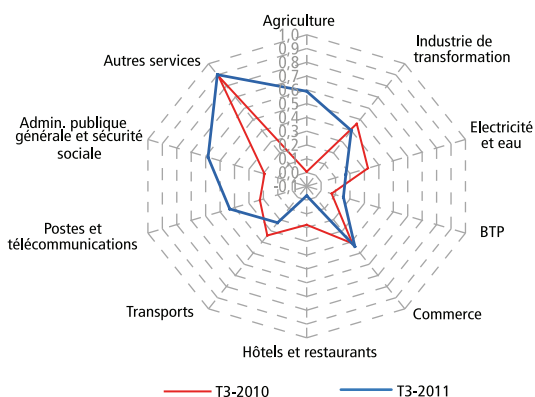
En effet, dans un contexte marqué par la faiblesse des tensions inflationnistes, les principaux indicateurs coïncidents et avancés de la consommation des ménages continuent d'afficher une évolution globalement favorable, notamment l'indice des salaires dans le secteur privé, en progression de 5,3% en termes réels et celui de la confiance des ménages, en hausse de 7,9 points en glissement annuel au terme du troisième trimestre 2011. Ce trimestre a également connu une création nette de 120.000 nouveaux postes rémunérés, comparativement à la même période de l'année précédente, après une perte nette de 83.000 postes au deuxième trimestre.

En outre, à fin octobre 2011, les transferts des MRE se sont accrus de 8,8% (voir Graphique 1.10) et les importations des produits finis de consommation de 10,3%. Au terme du même mois, les crédits à la consommation ont progressé de 11,2%.



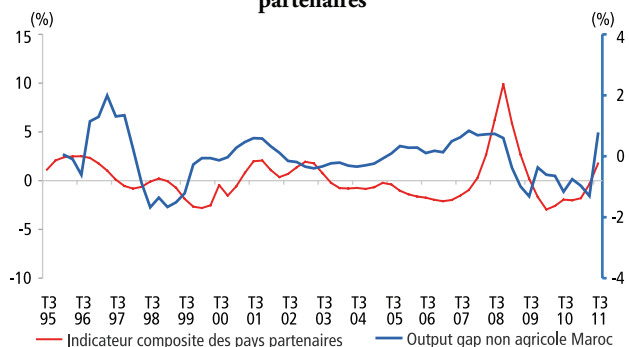
Source : Enquête mensuelle de Conjoncture dans l'industrie de BAM

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



Sources : HCP, calculs et prévisions BAM

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



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

Sources : OCDE et calcul BAM

Au niveau de la consommation des administrations publiques, les éléments disponibles font état d'une progression de 4,5% des dépenses de fonctionnement du Trésor, tirée par une hausse de 11,4% de la masse salariale, les dépenses au titre des autres biens et services s'étant inscrites en baisse de 9,8% à fin octobre.

### 1.3 Investissement

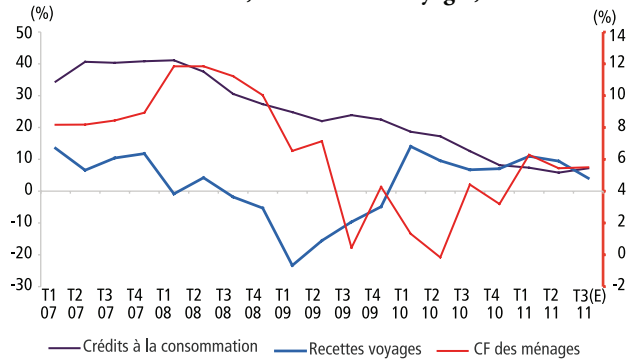
Après une baisse de 8,6% au quatrième trimestre 2010, l'investissement aurait connu un net redressement en 2011, comme en témoigne la hausse de la formation brute de capital fixe, en accélération de 3,8% à 4,4% entre le premier et deuxième trimestre.

A la lumière des données récentes, l'investissement ne devrait pas afficher de signes de ralentissement au cours du deuxième semestre. Les résultats trimestriels de l'enquête mensuelle de conjoncture, réalisée par Bank Al-Maghrib, indiquent en effet que 94% des entreprises enquêtées qualifient le climat social comme étant « calme » et que les dépenses d'investissement se sont inscrites en hausse. Le climat des affaires est jugé globalement favorable, exception faite des industries chimiques et parachimiques (voir Graphique 1.11). À très court terme, les industriels anticipent une poursuite de la hausse des investissements.

Par ailleurs, les crédits à l'équipement s'inscrivent en hausse de 2,8% et les importations de produits finis d'équipement industriel ont enregistré une progression de 2,9% à fin octobre 2011, avec une augmentation de 10,5% des importations de « machines et appareils divers » (voir Graphiques 1.12).

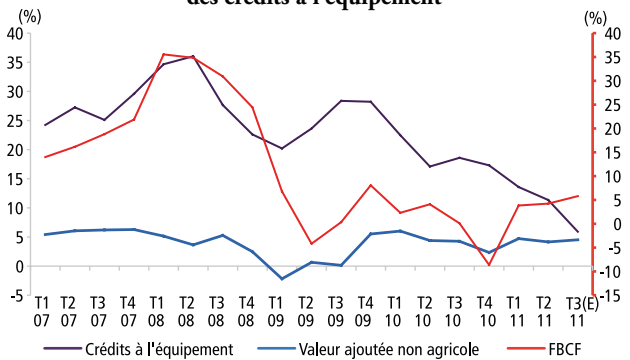
En outre, il convient de noter que le rapport Doing Business 2012 a souligné le progrès réalisé par le Maroc en termes de réglementation des affaires, faisant du pays l'économie ayant connu l'amélioration la plus notable en 2011. Cette évolution s'est traduite par un gain de 21 places dans le classement par rapport à l'année précédente, situant le Maroc au 94<sup>ème</sup> rang.

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



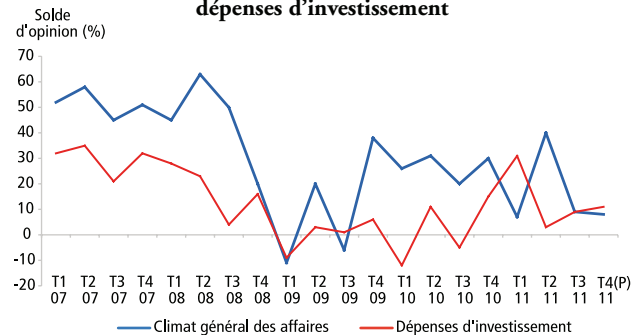
Sources : HCP, OC et calculs et prévisions BAM

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



Sources : HCP, OC, calculs et prévisions BAM

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



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

Au niveau de l'administration publique, les dépenses d'investissement du Trésor à fin octobre se sont en revanche inscrites en baisse de 2,4%, soit un taux de réalisation de 70,2% par rapport à la Loi de finances 2011.

### 1.4 Commerce extérieur

Les données disponibles à fin novembre 2011 indiquent la poursuite de l'accroissement des exportations. Toutefois le déficit commercial s'est creusé davantage en glissement annuel, en liaison avec la hausse plus importante des importations.

En effet, la balance commerciale a dégagé, à l'issue des onze premiers mois de l'année, un déficit de 166,5 milliards de dirhams, en hausse de 24,1% comparativement à la même période de l'année précédente, contre un allègement de 0,7% un an auparavant. Cette évolution s'explique par l'augmentation de 19,7% ou près de 53 milliards des importations, plus rapide que celle de 15,4% ou 20,7 milliards des exportations. Le taux de couverture s'est ainsi situé à 48,2%.

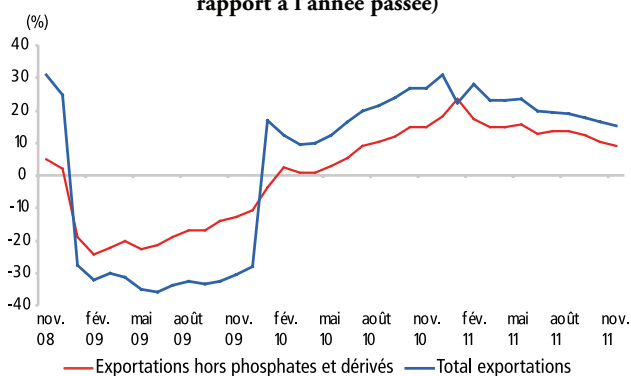
L'amélioration des exportations est imputable tant à la progression de 35,8% des ventes de phosphates et dérivés, qu'à celle de 8,9% des exportations hors phosphates et dérivés. Ainsi, les expéditions de phosphates et celles de ses dérivés ont crû respectivement de 36,1% et de 35,7% par rapport à la même période de 2010, atteignant 11,3 milliards et 32,8 milliards de dirhams. Pour leur part, les livraisons de fils et câbles et de vêtements confectionnés ont enregistré des augmentations respectives de 8,2% et de 5%, pour des montants de 13,3 milliards et de 17,1 milliards de dirhams. Parallèlement, les exportations d'articles de bonneterie et de composants électroniques ont atteint respectivement 6,7 milliards et 4,6 milliards de dirhams, en hausse de 6,8% et de 2,7%. En revanche, les exportations des poissons en conserve et celles des agrumes ont accusé des diminutions respectives de 18,3% et de 25,1%, s'établissant à 3,7 milliards et à près de 2 milliards de dirhams.

Tableau 1.2 : Évolution de la balance commerciale au terme du mois de novembre 2011

(En millions de dirhams)	janv.-nov.	janv.-nov.	Variations	
	2010	2011*	Montant	%
<b>Exportations globales</b>	<b>134 076,3</b>	<b>154 771,2</b>	<b>+20 694,9</b>	<b>+15,4</b>
Exportations de phosphates et dérivés	32 488,0	44 129,3	+11 641,3	+35,8
Exportations hors phosphates et dérivés	101 588,3	110 641,9	+9 053,6	+8,9
Fils et câbles pour l'électricité	12 261,0	13 269,6	+1 008,6	+8,2
Composants électroniques	4 510,0	4 631,4	+121,4	+2,7
Articles de bonneterie	6 278,8	6 702,7	+423,9	+6,8
Vêtements confectionnés	16 250,8	17 063,8	+813,0	+5,0
Poissons en conserve	4 497,3	3 672,6	-824,7	-18,3
<b>Importations globales</b>	<b>268 282,3</b>	<b>321 258,7</b>	<b>+52 976,4</b>	<b>+19,7</b>
Importations de produits énergétiques	60 868,0	81 563,6	+20 695,6	+34,0
Importations hors produits énergétiques	207 414,3	239 695,1	+32 280,8	+15,6
Demi-produits	56 436,8	69 182,4	+12 745,6	+22,6
Produits alimentaires	26 105,7	33 381,2	+7 275,5	+27,9
Biens consommation	50 339,0	55 798,2	+5 459,2	+10,8
Biens d'équipement	60 299,9	61 783,5	+1 483,6	+2,5
<b>Solde commercial</b>	<b>-134 206,0</b>	<b>-166 487,5</b>	<b>+32 281,5</b>	<b>+24,1</b>

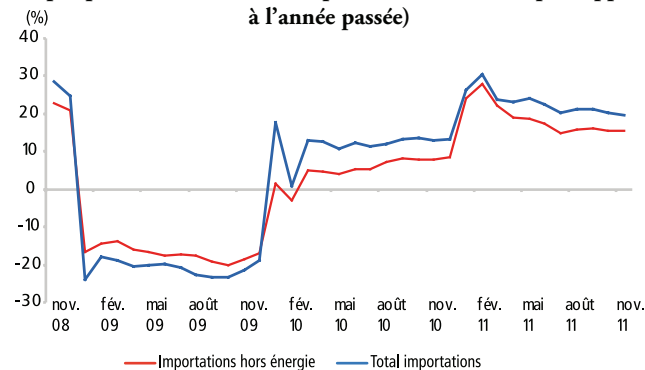
\* Données provisoires  
Source : OC

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



Source : OC

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

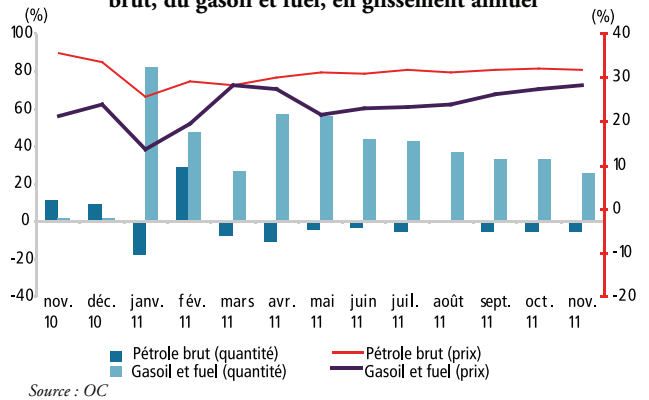


Source : OC

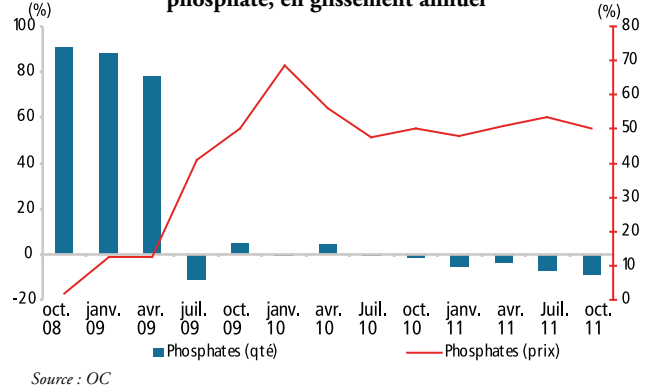
En regard, la progression des importations est liée à l'accroissement de l'ensemble des catégories de produits. Ainsi, la facture énergétique, chiffrée à 81,6 milliards de dirhams, s'est accrue de 34%, en liaison principalement avec la hausse de 31,8% du prix moyen de la tonne importée de pétrole brut qui s'est élevé à 6.241 dirhams. Le volume importé de pétrole brut a, de son côté, accusé une baisse de 4,9%, revenant à 4.441,5 milliers de tonne. De même, les achats de gasoil et fuel, ainsi que ceux de gaz de pétrole et autres hydrocarbures se sont accrus respectivement de 60,7% et de 25,9%, atteignant près de 29 milliards et 15,1 milliards de dirhams.

Hors énergie, les importations ont augmenté de 15,6%, s'élevant à 239,7 milliards de dirhams. Ainsi, les achats des produits alimentaires, en hausse de 27,9%, ont atteint 33,4 milliards de dirhams, sous l'effet notamment de l'accroissement de 33,6% des approvisionnements en blé, atteignant 8,7 milliards de dirhams. Parallèlement, les achats de maïs et de sucre ont crû respectivement de 23,5% et de 53,4%, s'établissant à 4,4 milliards et à 4,3 milliards de dirhams. De leur côté, les importations de demi-produits se sont chiffrées à 69,2 milliards, en augmentation de 22,6%, attribuable pour l'essentiel à la progression de 21,2% des acquisitions de produits chimiques et à celle de 27,1% de matières plastiques. Pour leur part, les importations de biens de consommation ont crû de 10,8%, s'élevant à 55,8 milliards, en relation notamment avec l'augmentation de 7,1% des acquisitions de médicaments. De même, les importations de produits d'équipement ont enregistré un accroissement de 2,5%, se chiffrant à 61,8 milliards de dirhams.

Graphique 1.15 : Evolution des quantités et des prix du pétrole brut, du gasoil et fuel, en glissement annuel



Graphique 1.16 : Evolution des quantités et du prix du phosphate, en glissement annuel



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

En dépit du net ralentissement de l'activité au niveau international, particulièrement au niveau des principaux partenaires, la bonne orientation de la demande intérieure devrait soutenir la croissance, maintenant ainsi l'output gap non agricole à des valeurs quasi nulles aux troisième et quatrième trimestre 2011, tel que cela ressort des estimations de la Banque. Dans l'industrie, les résultats de l'enquête mensuelle de BAM du mois d'octobre 2011 montrent que le taux d'utilisation des capacités de production s'est situé à 74% au niveau global et à 71% hors raffinage, soit des valeurs légèrement supérieures aux moyennes historiques. Sur le marché de l'emploi, le troisième trimestre 2011 a été caractérisé par une quasi-stagnation du taux de chômage d'une année à l'autre au niveau national, recouvrant une baisse en milieu urbain et une augmentation en milieu rural. Durant le même trimestre, et en raison essentiellement de l'effet de l'augmentation du SMIG, les données récentes indiquent la poursuite de la hausse en termes nominaux et réels du salaire moyen dans le secteur privé en glissement annuel. Globalement, des signes d'orientation à la hausse de certains facteurs de pression peuvent être identifiés, particulièrement au niveau du marché de l'emploi, mais l'analyse de l'ensemble des indicateurs ne laisse pas entrevoir de pressions notables sur les prix au cours des prochains trimestres.

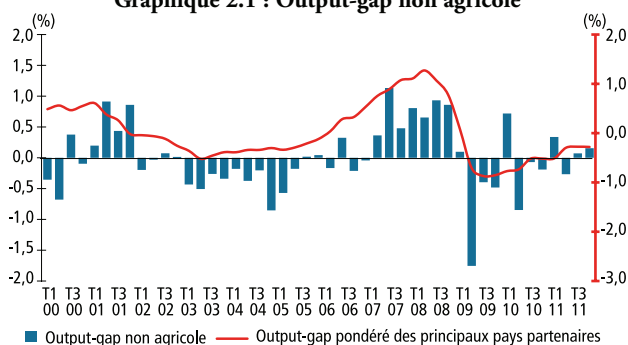
### 2.1 Tensions sur les capacités de production<sup>1</sup>

Comme observé au cours du premier semestre, les estimations de Bank Al Maghrib laissent indiquer que l'output gap se serait situé à des niveaux non significativement différents de zéro aux troisième et quatrième trimestre 2011. Le rythme de progression de la demande intérieure ne devant pas enregistrer de changements significatifs à court terme, le niveau des pressions de la demande globale demeure tributaire de l'impact des évolutions récentes en Europe sur la croissance dans cette région. Généralement, l'output gap des principaux partenaires du Maroc devrait très probablement rester négatif durant plusieurs trimestres, même en cas de non matérialisation des risques identifiés par les différentes analyses prospectives, dont l'impact peut aller jusqu'à la contraction de l'activité dans ces pays (voir Graphique 2.1).

Pour leur part, les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie de Bank Al-Maghrib montrent que le taux d'utilisation des capacités de production (TUC) a connu un certain ajustement à la hausse après

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

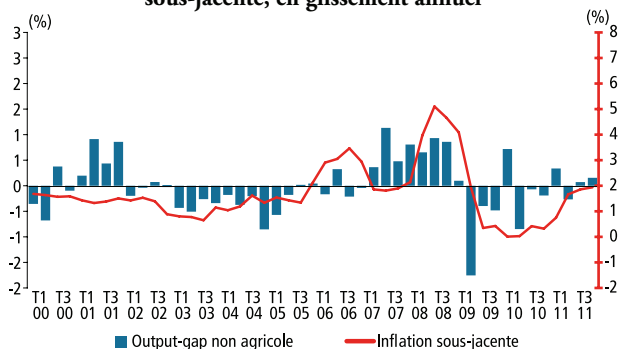
Graphique 2.1 : Output-gap non agricole



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

Sources : HCP et estimations BAM

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



Sources : HCP et estimations BAM

les niveaux relativement bas observés en août et en septembre, se situant en octobre 2011 à 74%.

Cette évolution résulte principalement de la hausse enregistrée dans les industries chimiques et parachimiques et les industries mécaniques et métallurgiques, le TUC dans les industries du textile et du cuir s'étant maintenu à 73% (voir Graphique 2.3).

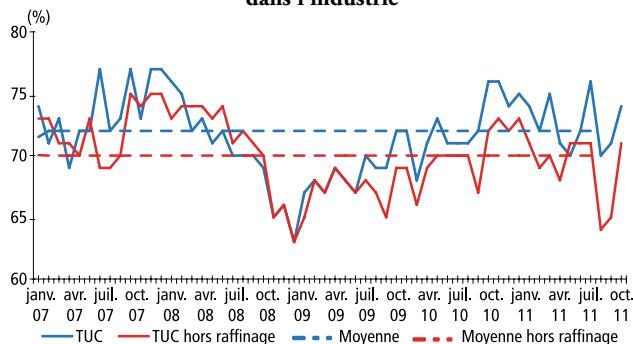
Les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture de BAM font également ressortir une hausse du coût unitaire de production au cours du troisième trimestre, avec un solde d'opinion de 27%, en baisse de 4 points de pourcentage d'un trimestre à l'autre. Selon les industriels, cette évolution est attribuable au renchérissement des matières premières non énergétiques et aux coûts salariaux avec des soldes d'opinion respectifs de 37% et de 50%. Les coûts salariaux ont constitué la principale source de l'augmentation du coût unitaire de production dans les industries chimiques et parachimiques et les industries électriques et électroniques, tandis que les coûts des matières premières non énergétiques ont été identifiés comme étant le principal facteur dans les autres branches (voir Graphique 2.4).

Parallèlement, l'indice de la productivité apparente du travail dans les activités non agricoles a augmenté de 0,9% en glissement annuel durant le troisième trimestre 2011 pour s'élever à 124,6 points, reflétant une hausse du taux d'emploi à un rythme inférieur à celui du PIB non agricole tel qu'estimé par BAM (voir Graphique 2.5).

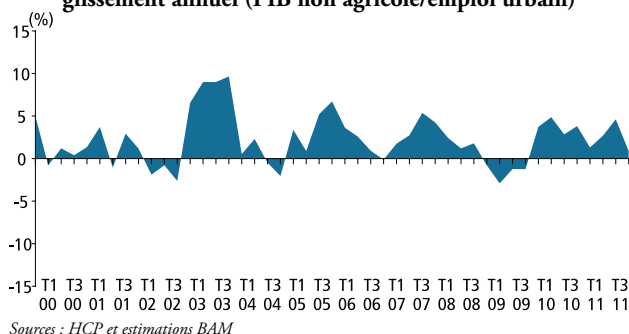
## 2.2 Tensions sur le marché du travail

Le taux de chômage a marqué une quasi-stagnation d'une année à l'autre, pour se situer à 9,1%, recouvrant un recul du chômage urbain de 13,8% à 13,5% et une hausse de celui rural de 3,8% à 4,1% (voir Tableau 2.1).

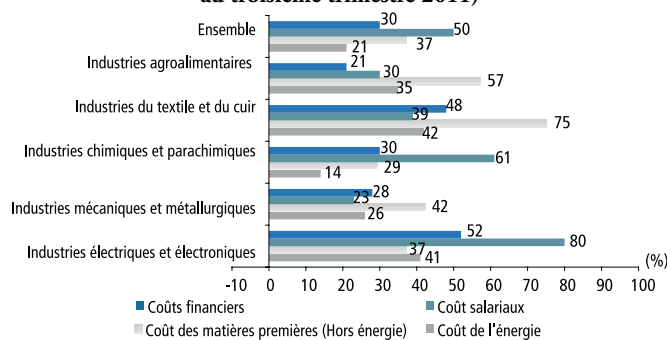
**Graphique 2.3 : Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie**



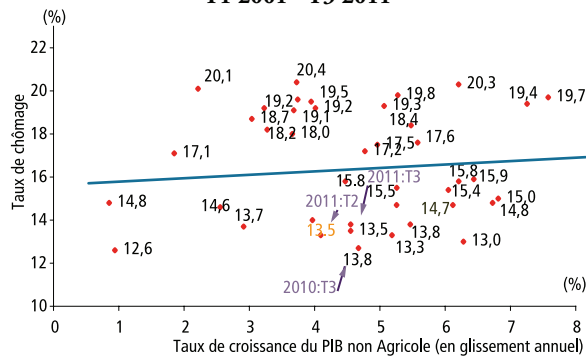
**Graphique 2.4 : Productivité apparente du travail, en glissement annuel (PIB non agricole/emploi urbain)**



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



**Graphique 2.6 : Croissance non agricole et chômage urbain, T1 2001 - T3 2011**





En effet, la population active âgée de 15 ans et plus a atteint 11,54 millions de personnes au troisième trimestre 2011, soit une progression de 1,9% d'une année à l'autre. Représentant des hausses respectives de 3,2% et de 0,6% en milieu urbain et rural, cette évolution s'est traduite par une augmentation du taux d'activité de 0,1% pour se situer à 49,1% (voir Tableau 2.1).

La part occupée de cette population a marqué une hausse de 1,9% à 10,5 millions d'individus au troisième trimestre 2011. En regard, le taux d'emploi s'est quasiment maintenu au même niveau, soit 44,6%, recouvrant une baisse de 0,4 point de pourcentage dans les zones rurales et une augmentation de 0,5% dans le milieu urbain (voir Tableau 2.1).

Le marché de l'emploi a ainsi connu une création nette de 120.000 postes rémunérés et de 70.000 postes non rémunérés, soit un total de 190.000 postes d'emploi, dont 97% en zones urbaines et 3% dans le milieu rural. Au plan sectoriel, les créations d'emploi ont concerné les services, l'industrie et l'agriculture, tandis que le secteur des BTP a de nouveau marqué une baisse avec 6.000 emplois perdus en une année (voir Graphique 2.7).

S'agissant des données disponibles sur les coûts salariaux, elles restent relatives au deuxième trimestre 2011, indiquant une légère baisse de 0,2% en glissement annuel du coût unitaire du travail (CUT) dans le secteur manufacturier. En comparaison internationale, le CUT national a régressé à un rythme moins rapide que celui de la Slovaquie, de la Pologne et de la Hongrie, soit respectivement un écart de 5,4%, de 4,2% et de 1,9%. Il a en revanche évolué plus favorablement que ceux du Canada, de la France et de la Belgique (voir Graphique 2.8).

Concernant l'indice des salaires moyens trimestriels calculé par le HCP, sur la base des données de la CNSS, il fait ressortir une augmentation de 7% en termes nominaux et de 5,3% en termes réels au troisième trimestre

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

En millions/en %	T3 - 2010			T3 - 2011		
	Urbain	Rural	Ens.	Urbain	Rural	Ens.
<b>Population active et emploi</b>						
Population active <sup>(2)</sup>	5,91	5,41	11,32	6,10	5,44	11,54
Taux d'activité (en%) <sup>(3)</sup>	42,8	58,0	49,0	43,3	57,8	49,1
Population active occupée	5,10	5,30	10,30	5,30	5,21	10,50
Taux d'emploi (en%) <sup>(4)</sup>	36,9	55,8	44,5	37,4	55,4	44,6
<b>Chômage</b>						
Population active en chômage	816	205	1021	825	224	1049
Taux de chômage (en%) <sup>(5)</sup>	13,8	3,8	9,0	13,5	4,1	9,1
Selon l'âge						
. 15 - 24 ans	29,1	8,7	16,8	32,4	8,9	18,2
. 25 - 34 ans	20,1	4,1	13,3	19,2	5,0	13,2
. 35 - 44 ans	8,0	1,4	5,3	8,1	1,7	5,5
Selon le diplôme						
. Sans diplôme	7,7	2,1	4,1	6,7	2,6	4,1
. Ayant un diplôme	18,4	13,1	17,4	18,4	11,3	16,9

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

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

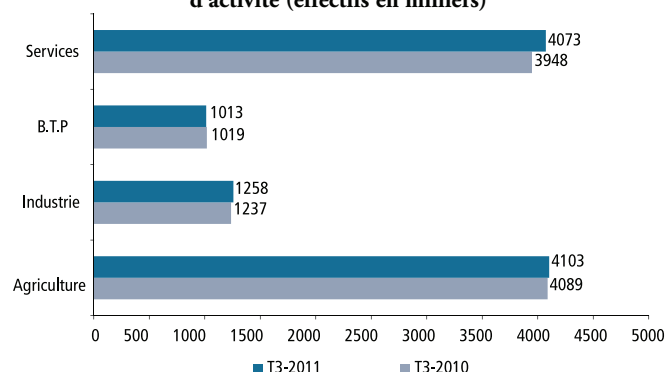
(3) Population active / Population totale

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

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

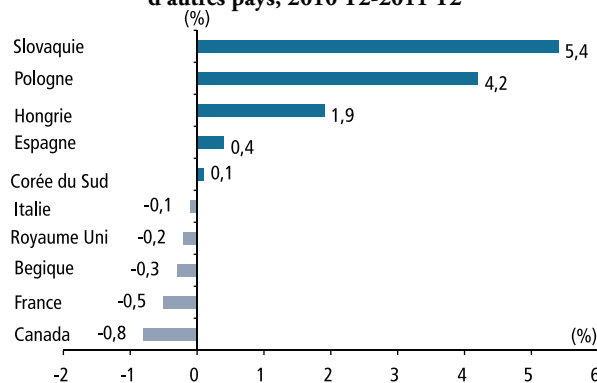
Source : HCP

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



Source : HCP

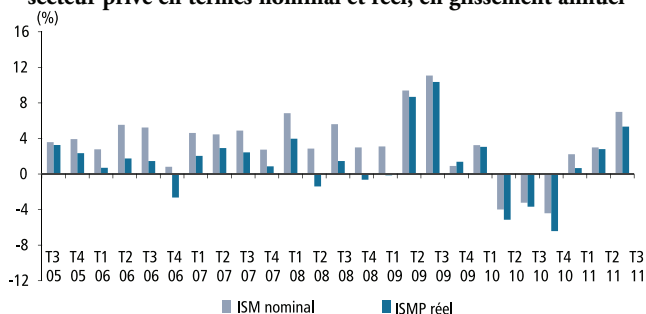
**Graphique 2.8: Variation (%) des coûts unitaires de la main-d'oeuvre du secteur manufacturier marocain par rapport à d'autres pays, 2010 T2-2011 T2**



Sources : Datastream et calculs BAM

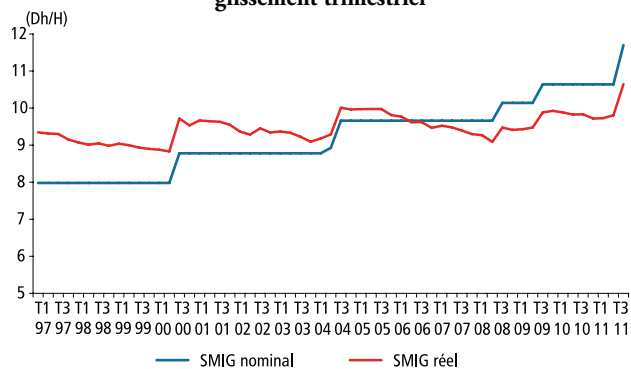
2011 en glissement annuel. De même, les résultats de l'enquête de conjoncture de BAM dans l'industrie indiquent une hausse des coûts salariaux au cours du troisième trimestre 2011 avec un solde d'opinion positif de 50% (voir Graphique 2.9). Pour sa part, le SMIG a connu une progression de 9,96% en termes nominaux et de 8,26% en termes réels par rapport à la même période de l'année précédente (voir Graphique 2.10).

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



Sources : CNSS et estimations BAM

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



Sources : Ministère de l'emploi et calculs BAM



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

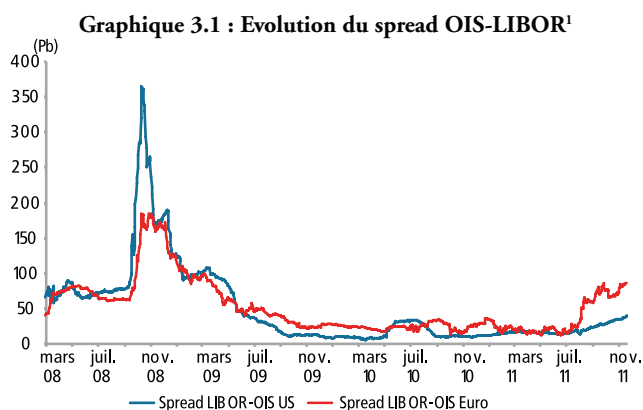
L'environnement international a été marqué au dernier trimestre 2011 par l'intensification des tensions sur les marchés financiers, en raison principalement de la détérioration des perspectives économiques, notamment pour les pays européens, et la contagion de la crise de la dette à d'autres pays de la zone euro. En outre, avec les pays périphériques de cette zone, la France et l'Allemagne commencent aussi à pâtir de la défiance des investisseurs. Ainsi, l'augmentation des tensions s'est traduite par une défiance généralisée sur les marchés monétaires, obligataires et boursiers. En outre, sur les marchés de change, l'euro a poursuivi sa dépréciation vis-à-vis des autres principales devises, notamment le dollar. Au niveau du secteur réel, les résultats des comptes nationaux du troisième trimestre 2011 ainsi que les derniers indicateurs à haute fréquence signalent la poursuite de la détérioration globale de l'activité économique, avec un rythme plus accentué dans la zone euro. La croissance des pays émergents et en développement, qui reste à un rythme relativement vigoureux, a montré récemment des signes de ralentissement dans certains pays d'Asie, en particulier en Chine et en Inde. S'agissant des perspectives, les dernières projections de croissance de l'OCDE pour 2011 et 2012 ressortent en ligne avec celles du FMI, avec une révision plus marquée à la baisse de la croissance et ce, au même titre que les prévisions de la Commission Européenne et des principales banques centrales. La révision à la baisse a concerné également la croissance des pays émergents et en développement, qui devrait connaître un ralentissement en 2011 et 2012, en particulier en Chine. Par ailleurs, le marché du travail dans les économies avancées reste globalement caractérisé par des niveaux de chômage élevés qui, au regard des évolutions conjoncturelles actuelles, devraient persister à court terme. Ainsi, les dernières évolutions économiques et financières font globalement état d'une remontée considérable des risques de récession, en particulier dans la zone euro. S'agissant des prix des matières premières, ils ont connu globalement une baisse en novembre en liaison avec le ralentissement de l'activité et la dégradation des perspectives de croissance à court et moyen terme. L'inflation quant à elle, a marqué en novembre des légères variations dans les économies avancées, avec des évolutions diversifiées selon les pays. Dans les pays émergents, elle a enregistré une légère décélération tout en restant globalement à des niveaux très élevés. Certes, ces évolutions indiquent globalement le reflux des tensions inflationnistes d'origine externe pour l'économie marocaine durant les prochains mois, mais confirment les risques quant à la consolidation de la demande étrangère adressée au Maroc.

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

Les tensions se sont accentuées, en cette fin d'année, en raison des craintes que continuent de susciter la crise de la dette dans la zone euro et des perspectives peu favorables au niveau des économies avancées. Les données récentes relatives à l'activité économique dans le monde indiquent globalement la persistance du ralentissement de l'activité dans la plupart des pays avancés. Dans les pays émergents et en développement, la croissance bien que vigoureuse connaît une légère décélération. Ces évolutions s'accompagnent de la persistance de difficultés budgétaires et de niveaux encore élevés de chômage, en particulier dans la plupart des pays avancés.

##### 3.1.1 Conditions financières

Au niveau des marchés obligataires, une envolée des coûts d'emprunts a été enregistrée pour les pays périphériques et une hausse,



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

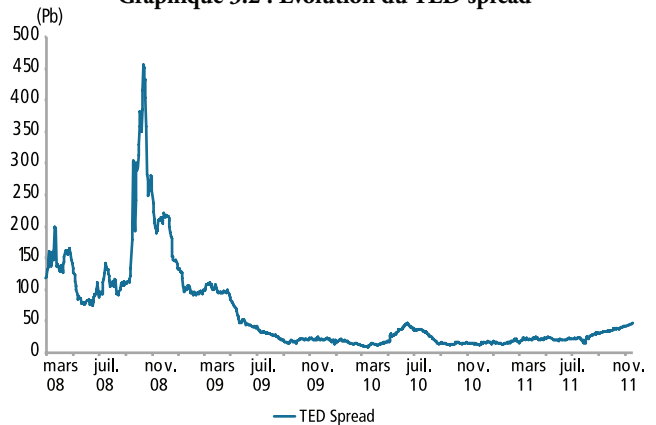
toutefois, moins importante a été observée pour ceux des obligations françaises. En effet, les taux de rendement souverains à 10 ans sont passés, d'octobre à novembre 2011, de 23,8% à 31% pour la Grèce, de 5,8% à 6,7% pour l'Italie et de 5,3% à 6% pour l'Espagne. Les taux servis sur les titres souverains à 10 ans de la France ont connu une augmentation de 34 points de base, passant de 3% à 3,3%, d'un mois à l'autre (voir Graphique 3.3). Cette évolution s'explique par la mise sous surveillance de la note de la dette souveraine française par deux agences de notation, qui s'inquiètent de la hausse de ses taux de financement.

Pour leur part, les taux de rendement souverains à 10 ans de l'Allemagne se sont détendus pour atteindre 1,8% au lieu de 2%, d'octobre à novembre 2011. Cependant, l'Allemagne risque de ne pas rester longtemps épargnée par la hausse des taux souverains au regard de la difficulté de levée des fonds, le 23 novembre 2011, lors de l'émission d'une obligation Bund à 10 ans, qui n'a été placée qu'à hauteur de 60%.

Le taux de rendement américain a également baissé, passant de 2,1% à 2% et ce, malgré l'échec des négociations entre démocrates et républicains sur la proposition d'une réduction supplémentaire de 1500 milliards de dollars des dépenses de l'Etat sur 10 ans. Les marchés monétaires sont restés sous tension, comme en atteste l'évolution des taux interbancaires et des spreads, aussi bien américain que ceux de la zone euro. En effet, le Libor dollar à 3 mois est passé de 0,41% à 0,46%, d'octobre à novembre 2011, en revanche, l'Euribor à 3 mois s'est établi à 1,49% en novembre au lieu de 1,58, le mois précédent. Pour sa part, le spread Libor-OIS dollar à 3 mois s'est élevé à 36,8 points de base en novembre 2011 contre 32,6 points en octobre, le spread Libor-OIS euro à 3 mois a également augmenté pour atteindre 83,4 points de base contre 70,2 points un mois auparavant (voir Graphique 3.2).

Sur les marchés boursiers, les principaux indices des économies avancées ont connu

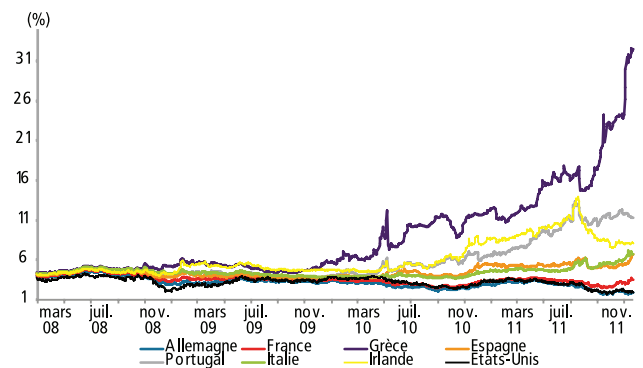
Graphique 3.2 : Evolution du TED spread\*



Source : Datastream

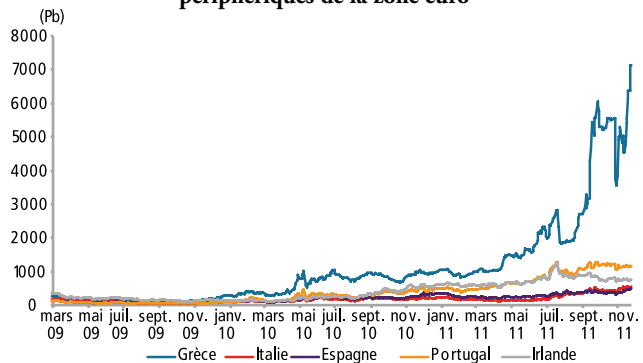
\* Le TED spread représente un risque de crédit et correspond à l'écart de taux d'intérêt entre les titres courts émis par le Trésor américain (trois mois) et les prêts interbancaires à 90 jours en dollars américains.

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



Source : Datastream

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



Source : Datastream

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

des évolutions divergentes en novembre 2011, allant d'une hausse de 3,7% pour le Dow Jones Industrials à une baisse de 1,5% pour l'Eurostoxx 50 et de 1,8% pour le CAC40, en rythme mensuel.

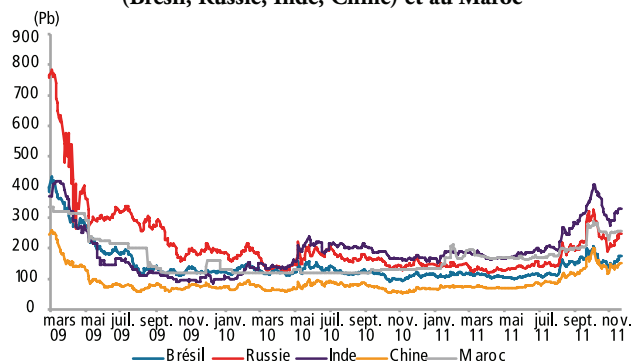
Pour leur part, les indices des économies émergentes ont, contrairement, à la tendance du mois précédent marqué une hausse, le MSCI EM ayant progressé de 5,3% en novembre 2011. En glissement annuel, le MSCI EM a connu une progression de 6,9% en 2011 par rapport à l'année précédente, et sur la même période les indices des économies avancées ont connu des variations allant de baisses de 4,7% pour le NIKKEI, de 4,4% pour l'Eurostoxx 50 et de 2,4% pour le CAC40, tandis que le Dow Jones Industrials, le DAX et le FTSE ont enregistré des hausses respectives de 12,2%, 8% et 4,5% en 2011 (voir Graphique 3.6).

Concernant les indices de volatilité, le VIX a légèrement baissé pour s'établir à 32 points de base en novembre 2011 contre 33 points, un mois auparavant (voir Graphique 3.8). Pour sa part, le VSTOXX, qui renseigne sur la volatilité des marchés boursiers de la zone euro (indice Eurostoxx 50), s'est élevé à 40,7 points de base au lieu de 39,4 points.

Sur les marchés de change internationaux, l'euro a poursuivi sa baisse vis-à-vis du dollar, tout au long du mois de novembre 2011, pour atteindre 1,36 dollar, soit une dépréciation de 0,8%, par rapport à octobre. La monnaie unique s'est également dépréciée de 1,1% contre la livre sterling et s'est, par contre, appréciée de 0,3% vis-à-vis du yen.

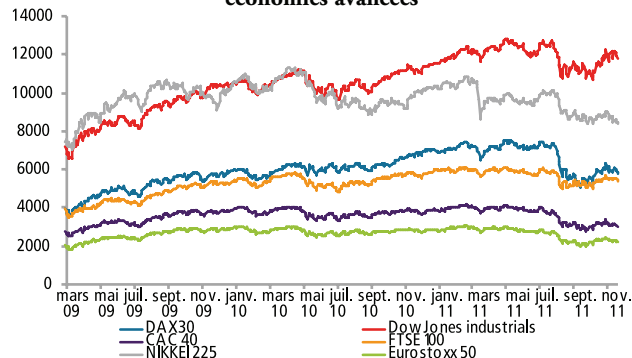
Concernant les décisions de politique monétaire, la BCE a décidé, le 8 décembre 2011, d'abaisser de nouveau son taux directeur de 25 points de base pour le ramener à 1%, alors que la FED et la Banque d'Angleterre ont maintenu leurs taux inchangés dans une fourchette entre 0% et 0,25% et à 0,5%, respectivement. Par ailleurs, la Banque centrale européenne, la FED, la Banque du Japon, la Banque du Canada, la

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



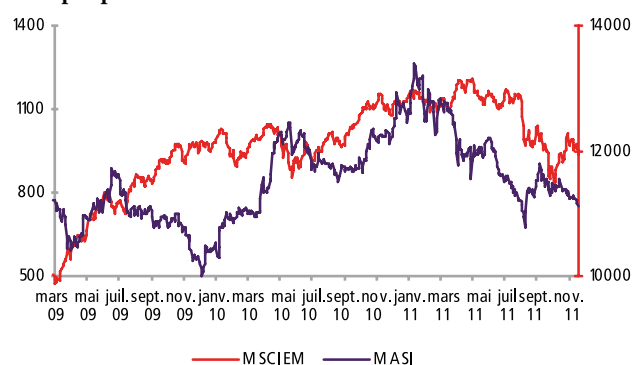
Source : Datastream

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



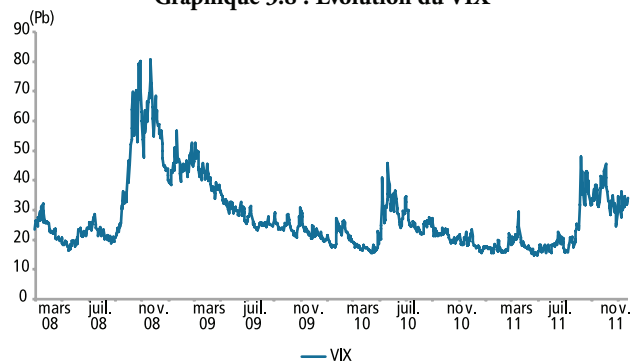
Source : Datastream

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



Source : Datastream

**Graphique 3.8 : Evolution du VIX**



Source : Datastream

Banque d'Angleterre et la Banque nationale suisse ont annoncé, le 30 novembre 2011, la mise en œuvre d'une action concertée en vue de renforcer leur capacité à fournir un soutien en liquidité au système financier international. Ces banques centrales ont ainsi notamment décidé d'abaisser de 50 points de base le taux appliqué dans le cadre du dispositif temporaire existant d'échange réciproque de devises (swaps en dollars des États-Unis), pour le ramener au taux des swaps au jour le jour (OIS) en dollars majoré de 50 points de base, tout en prolongeant les accords de swap correspondants jusqu'au 1er février 2013.

De son côté, le crédit au secteur privé a augmenté de 0,6% aux États-Unis et de 0,3% dans la zone euro, en octobre 2011, d'un mois à l'autre, alors qu'il a marqué des hausses respectives de 1,3% et 2,7%, en glissement annuel (voir Graphique 3.9). La contraction de l'activité et la persistance des tensions sur les marchés financiers ont contribué au durcissement des conditions d'octroi de crédit. En effet, l'enquête sur la distribution du crédit dans la zone euro (voir Encadré 3.1), relève une hausse du resserrement des conditions d'octroi de crédit au troisième trimestre de 2011, aussi bien pour les crédits aux entreprises qu'aux ménages. Les résultats montrent également que la demande de prêts par les entreprises et de crédit à la consommation par les ménages, s'est orientée à la baisse durant la même période. De même, l'enquête relative aux États-Unis a relevé que les conditions se sont davantage resserrées, suite principalement à la dégradation des perspectives économiques.

### 3.1.2 Activité économique dans le monde

Les données des comptes nationaux du troisième trimestre 2011 aux États-Unis font ressortir un ralentissement du PIB à 1,5% en glissement annuel en deuxième estimation faite par le Département américain du commerce (contre 1,6% en 1ère estimation), et après 1,6% affiché le trimestre précédent. Cette légère révision à la baisse est attribuable à une hausse moins

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

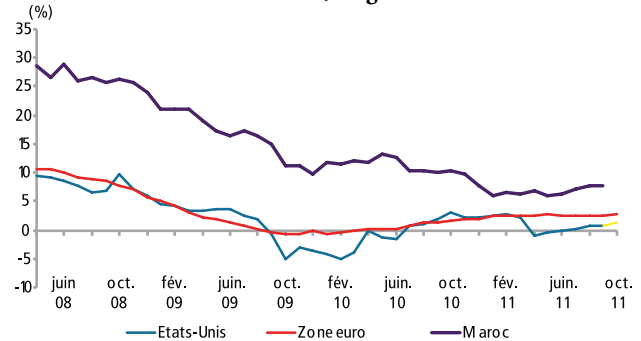
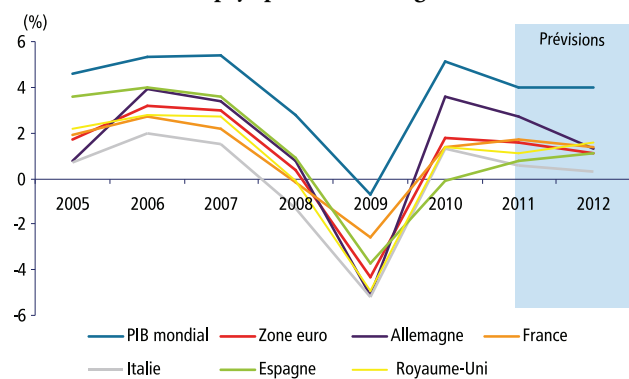


Tableau 3.1 : Evolution de la croissance trimestrielle, en glissement annuel

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

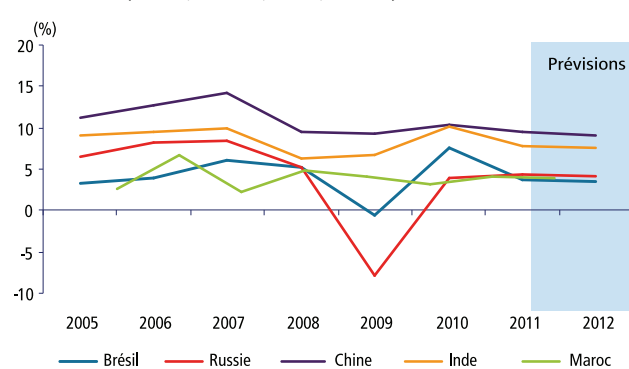
Source : Eurostat

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



Source : FMI

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

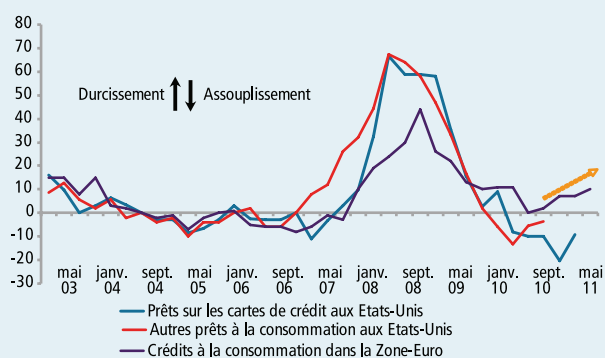


Source : FMI

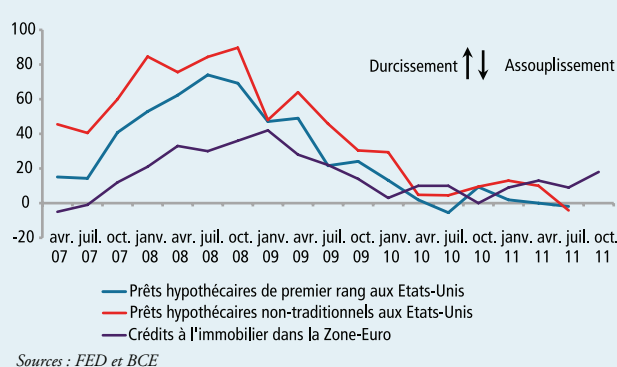
### Encadré 3.1 : Evolution des conditions d'octroi de crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro

Les enquêtes des conditions d'octroi de crédits sont menées par les banques centrales afin d'améliorer leurs connaissances et compréhension des critères et modalités d'octroi de crédit par les banques. A ce titre, la FED et la BCE effectuent des enquêtes trimestriels d'octroi de crédits et s'adressent à des échantillons représentatifs se composant de 90 banques de la zone euro pour la BCE et de soixante grandes banques commerciales en plus de 24 grandes agences de banques étrangères pour le cas de la FED. Les sondages comportent des questions spécifiques sur les évolutions du marché du crédit et sont destinées à capter les changements que connaissent les conditions des prêts bancaires ainsi que l'évolution présente et future de la demande de crédit bancaire<sup>(\*)</sup>.

**Graphique E 3.1.1 : Evolutions des crédits à la consommation : zone euro et Etats-Unis**

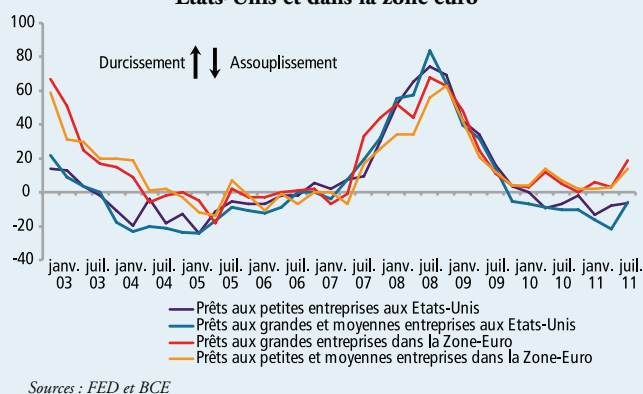


**Graphique E 3.1.2 : Evolutions des crédits à l'immobilier aux Etats-Unis et dans la zone euro**



L'analyse de l'évolution des conditions d'octroi de crédits en Europe et aux Etats-Unis montre qu'après le fort resserrement qui a marqué la période de crise et qui a été plus prononcé aux Etats-Unis, un assouplissement considérable des normes a été enregistré et a persisté jusqu'au 1er trimestre 2011. Par la suite, l'amplification des tensions sur les marchés financiers et la dégradation de l'activité économique ainsi que les perspectives défavorables de croissance se sont traduits par un retour vers le durcissement des normes d'octroi de crédits accompagné par une régression des demandes de crédit. Cette évolution est plus marquée dans la zone euro qu'aux Etats-Unis et est quasi-similaire pour l'ensemble des types de crédit, à l'exception des prêts habitats qui n'ont pas connu récemment une remontée du durcissement.

**Graphique E 3.1.3 : Evolutions des crédits aux entreprises aux Etats-Unis et dans la zone euro**



Selon les banquiers, les facteurs clés qui sont derrière ce resserrement sont, d'une part, les contraintes sur la gestion de liquidité des banques et d'autre part la détérioration des conditions de financement. Le durcissement des conditions par les banques s'est reflété principalement à travers l'augmentation significative des marges d'intérêt. A court et moyen terme, l'assombrissement des prévisions de croissance et du chômage devrait se traduire par la persistance du durcissement des normes d'octroi de crédit.

(\*) Les résultats sont analysés en se basant sur la différence entre la part des banques ayant resserré et la part de celles ayant assouplies les conditions d'octroi. Un pourcentage net positif indique une augmentation du resserrement des normes: « resserrement net », tandis qu'un pourcentage net négatif signifie qu'il y a plus d'assouplissement : « assouplissement net ».



forte que prévu des stocks des entreprises, de l'investissement et des dépenses publiques. En dépit de ces évolutions, la croissance américaine est restée soutenue à la faveur du dynamisme du commerce extérieur.

Dans la zone euro, la croissance est ressortie en baisse en glissement annuel à 1,4% au troisième trimestre, après 1,6% le trimestre précédent. Ce ralentissement reflète une baisse de l'activité dans les principales économies de la zone, notamment en Allemagne où le PIB s'est établi à 2,6% en glissement annuel après 2,9% au deuxième trimestre, avec une stagnation du PIB en France et en Espagne à 1,6% et 0,8% respectivement. Pour l'Italie, les dernières données restent celles du deuxième trimestre et font ressortir un ralentissement du PIB à 0,8% après 1% au premier trimestre (voir tableau 3.1).

Le Japon a, par contre, affiché des signes de rétablissement, avec une croissance atteignant au troisième trimestre 1,5%, en variation trimestrielle, après une baisse de 0,3% au deuxième trimestre. En glissement annuel, la croissance s'est atténuée au troisième trimestre pour atteindre -0,2%, après -1% au trimestre précédent.

Affectée par la détérioration de l'activité dans les pays avancés, la croissance des pays émergents d'Asie, reste certes vigoureuse, mais connaît depuis quelques trimestres un léger ralentissement, en particulier en Chine, dont la croissance est passée de 9,5% à 9,1% (voir Tableau 3.1). Les données pour l'Inde restent celles du deuxième trimestre où le PIB est revenu de 7,8% à 7,7%.

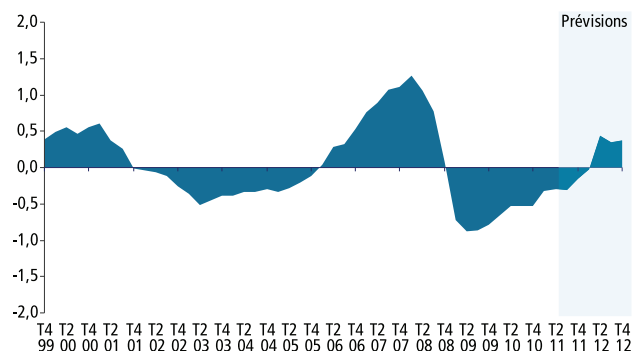
La tendance au ralentissement de l'activité dans les principaux pays avancés semble se confirmer également, au regard des évolutions récentes des indicateurs à haute fréquence. Ainsi, l'indice de confiance du consommateur aux Etats-Unis (Conference Board) a fortement chuté en octobre 2011, à 39,8 points, en recul de 14,2% d'un mois à l'autre et de plus de 20% en glissement annuel.

**Tableau 3.2 : Perspectives de la croissance dans le monde**

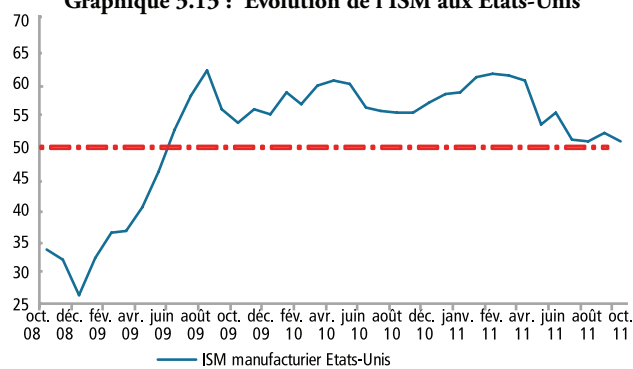
	Projections (en %)							
	OCDE*		Commission* européenne		FMI*		Banques centrales	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
PIB mondial	-	-	-	-	4,0	4,0	-	-
Etats-Unis	1,7	2,0	1,6	1,5	1,5	1,8	(1,6-1,7)	(2,5-2,9)
Zone euro	1,6	0,2	1,5	0,5	1,9	1,4	1,6	1,3
Allemagne	3	0,6	2,9	0,8	3,2	1,6	3,1	1,8
France	1,6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

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

Sources : Fonds monétaire international, Commission européenne, OCDE et Banques centrales.

**Graphique 3.12 : Output-gap des principaux pays partenaires**


Sources : Commission européenne et calculs BAM

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


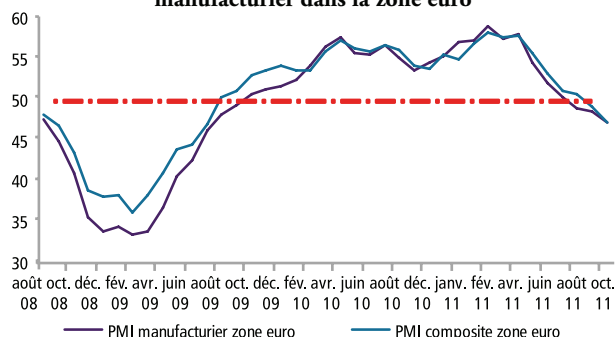
Source : Datastream

De même, l'ISM manufacturier a atteint 50,8 points en octobre après 52,1 points en septembre, en recul de 2,5% d'un mois à l'autre et de 10,7% en glissement annuel (voir Graphique 3.12). Dans la zone euro, l'indice PMI manufacturier est revenu de 48,5 à 47,3 points en octobre, en baisse mensuelle de 2,5% et de 13,4% en glissement annuel. De même, l'indice PMI composite est revenu de 49,1 points à 47,2 en octobre, en repli mensuel de 3,9% et de 12,3%, en glissement annuel (voir Graphique 3.13). Concernant le climat des affaires, l'indice IFO en Allemagne a affiché une légère hausse en novembre pour s'établir à 106,6 points (contre 104,4 points en octobre). En revanche, l'indice Zew (sentiment économique) a chuté à son plus bas niveau depuis octobre 2008, à -55,2 points contre -48,3 points, en baisse de 14,3% d'un mois à l'autre.

S'agissant des perspectives mondiales, les dernières prévisions de l'OCDE à fin novembre 2011 rejoignent globalement celles du FMI, et font ressortir une révision à la baisse par rapport à la version de mai. Cette révision est justifiée par l'intensification des incertitudes au cours des derniers mois, en liaison avec l'amplification de la crise de dette souveraine dans la zone euro. Ainsi, le PIB augmenterait de 1,7% et 2% respectivement aux Etats-Unis en 2011 et 2012 (contre 2,6% et 3,1% prévus auparavant), et de 1,6% et 0,2% dans la zone euro (contre une estimation précédente de 2% respectivement en 2011 et 2012). Pour les pays partenaires, les nouvelles prévisions tablent sur 3% et 0,6% en Allemagne, 1,6% et 0,3% en France, 0,7% et -0,5% en Italie, 0,7% et 0,3% en Espagne, et 0,9% et 0,5% au Royaume-Uni, respectivement en 2011 et 2012.

Quant aux dernières prévisions d'automne (septembre 2011) de la Commission européenne, elles font ressortir de nouvelles estimations du PIB pour 2011 et 2012, avec une révision à la baisse dans la plupart des pays avancés par rapport aux précédentes prévisions de printemps (mai 2011). En effet, elle prévoit pour les Etats-Unis, une hausse du PIB se limitant à 1,6% et 1,5%

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



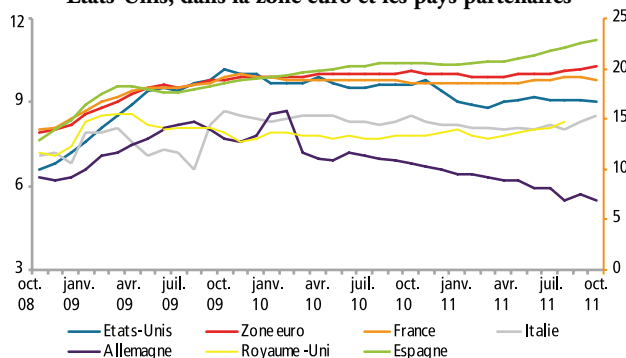
Source : Datastream

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

	2009	2010	août 2011	sept. 2011	oct. 2011
Etats-Unis	9,3	9,6	9,1	9,1	9,0
Zone euro	9,6	10,1	10,1	10,2	10,3
France	9,5	9,8	9,9	9,9	9,8
Italie	7,8	8,4	8	8,3	8,5
Allemagne	7,7	7,1	5,8	5,7	5,5
Espagne	18	20,1	22,1	22,5	22,8
Royaume-Uni	7,6	7,8	8,3	n.a	n.a

Source : Eurostat

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



Source : Eurostat

respectivement en 2011 et 2012 contre 2,6% et 2,7% prévus précédemment. Dans la zone euro, la croissance a été revue à la baisse à 1,5% et 0,5% respectivement sur la même période, contre 1,6% et 1,8% prévus en mai dernier. Dans les pays partenaires, la Commission européenne prévoit respectivement 1,6% et 0,6% pour la France en 2011 et 2012; 2,9% et 0,8% pour l'Allemagne sur la même période, 0,5% et 0,1% pour l'Italie, et pour l'Espagne 0,7% en 2011 et 2012.

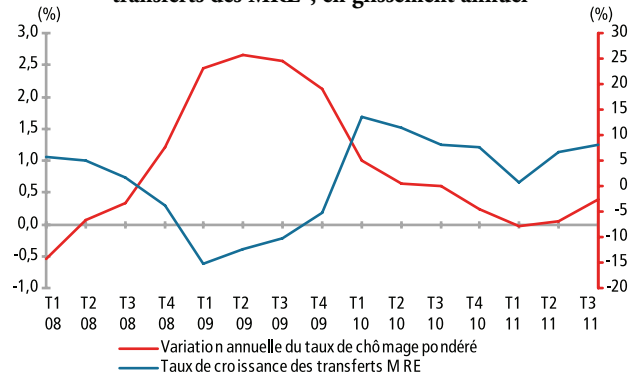
S'agissant des dernières prévisions des banques centrales, la BCE dans ses dernières projections de septembre prévoit pour la zone euro, une croissance de 1,6% et 1,3% respectivement en 2011 et 2012, contre 1,9% et 1,7% prévus en juin dernier. Concernant les pays partenaires, la Banque de France table sur une croissance de 1,8% et 1% pour la France, respectivement en 2011 et 2012, tandis que la Bundesbank, prévoit pour l'Allemagne, une croissance de 3,1% et 1,8%. La Banque centrale d'Italie prévoit, quant à elle, une croissance de 1% et 1,1% sur la même période pour l'Italie. Quant à la Banque centrale d'Espagne, elle table sur une croissance de 0,8% et 1,5% respectivement sur les deux années, tandis que la Banque d'Angleterre prévoit une croissance de 2,5% et 3,2% respectivement en 2011 et 2012.

### 3.1.3 Marché de l'emploi

A l'échelle internationale, le marché de l'emploi demeure encore caractérisé par des niveaux élevés du chômage au niveau des pays avancés. Dans certains pays européens, notamment comme en Espagne, le taux de chômage continue d'afficher des niveaux records en raison des politiques de réformes du marché du travail jugées insuffisantes et des difficultés budgétaires entravant les conditions sur le marché de l'emploi.

D'après les dernières prévisions de plusieurs organismes internationaux, les incertitudes concernant les perspectives de croissance à court terme dans les pays avancés devraient faire

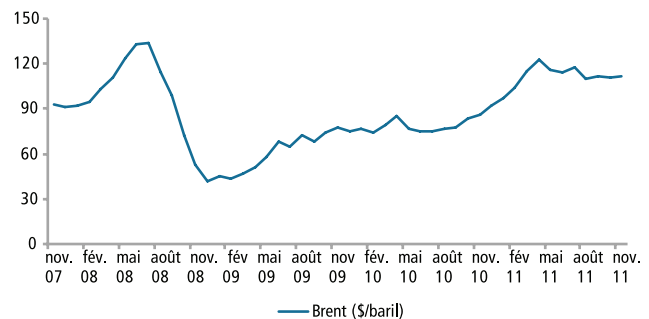
**Graphique 3.16 : Evolution du taux de variation du chômage pondéré des pays partenaires et du taux de croissance des transferts des MRE\*, en glissement annuel**



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

Sources : Datastream, OC et calculs BAM

**Graphique 3.17 : Cours mondial du Brent en dollars**



Source : Datastream

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

	T4:11	T1:12	T2:12	T3:12	2012	2013	2014
Pétrole	108,3	105,04	104,13	103,2	103,63	99,31	95,13

Source : Bloomberg



maintenir les taux de chômage à des niveaux encore élevés en 2011 et pourraient selon les pays connaître une légère baisse en 2012.

Selon le FMI, le chômage atteindrait aux Etats-Unis 9,1% et 9% respectivement en 2011 et 2012, et 9,9% respectivement dans la zone euro sur la même période. Dans les pays partenaires, il s'établirait à 6% et 6,2% en Allemagne, à 9,5% et 9,2% en France, à 8,2% et 8,5% en Italie, à 20,7 et 19,7% en Espagne.

Les nouvelles données aux Etats-Unis, indiquent un taux de chômage de 9% en octobre 2011, après 9,1% en septembre. Dans la zone euro, le taux de chômage reste globalement à des niveaux élevés et ce, depuis le début de l'année.

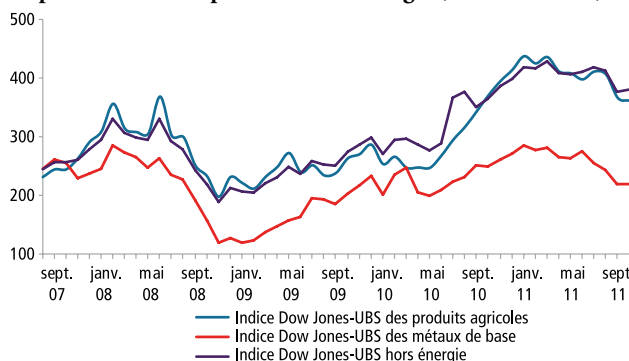
Il a ainsi augmenté à 10,3% en octobre 2011 contre 10,2% le mois précédent, avec des taux respectifs de 9,8% en France, de 8,5% en Italie, de 5,5% en Allemagne et un record de 22,8% en Espagne (voir Tableau 3.3).

Selon les dernières projections de septembre du FMI, le taux de chômage aux Etats-Unis s'établirait à 8,6% et 7,8% respectivement en 2011 et 2012, et dans la zone euro, à 10% et 9,6%. Pour les pays partenaires, le chômage atteindrait 9,5% et 9,2% respectivement sur la même période, 6% et 6,2% en Allemagne, 8,2% et 8,5% en Italie, 20,7% et 19,7% en Espagne en 2011 et 2012. Les dernières prévisions du chômage à fin septembre de la Commission européenne ont été revues globalement à la hausse par rapport aux précédentes prévisions de mai dernier. Elle prévoit pour les Etats-Unis, un taux de chômage de 9% et 8,8% respectivement en 2011 et 2012, 10% et 10,1% dans la zone euro, 5,9% et 5,8% en Allemagne, 9,8% et 10% en France, 8,1% et 8,2% en Italie, et 20,9% et 20,3% en Espagne.

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

L'intensification des tensions sur les marchés financiers s'est traduite par un repli généralisé

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



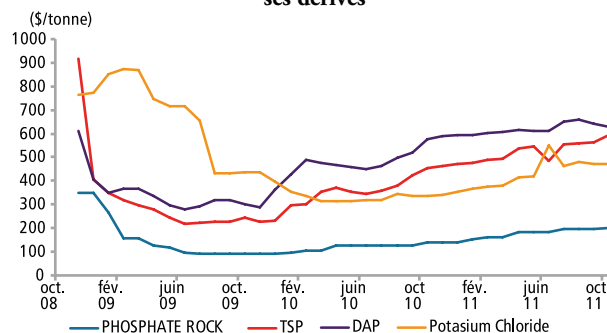
Source : Datastream

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

	T4:11	T1:12	T2:12	2012	2013	2014
Blé (cents/bu)	606,4	592,1	611,9	625,7	677,6	687
Maïs (cents/bu)	614,5	591,4	598,3	571,56	550,95	555,6
Sucre (11cents/bl)	24,5	22,7	22,37	22,56	22,42	22,26

Source : Bloomberg

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



Source : Banque mondiale

en novembre sur les marchés des matières premières. Par ailleurs, l'inflation a enregistré des évolutions différenciées selon les pays en octobre.

### 3.2.1 Prix des matières premières énergétiques

L'intensification des tensions liées à la crise de la dette souveraine dans la zone euro s'est certes soldée par un repli du cours du pétrole en novembre. Néanmoins, le nouvel durcissement des sanctions appliquées à l'Iran a permis au prix de l'or noir de rebondir, passant de 110,4 à 112 dollars le baril en novembre (voir Graphique 3.16).

Concernant les prévisions du prix du pétrole, la Banque Mondiale a revu à la baisse ses estimations, ainsi le prix du pétrole atteindrait 103 dollars le baril en 2011, pour revenir à 94,7 dollars en 2012. Le FMI table quant à lui sur un prix moyen de 103,2 dollars en 2011 et 100 dollars en 2012.

Sur le marché à terme du Brent, les prix des contrats à échéance 2012 et 2013 ont enregistré une baisse, pour s'établir respectivement à 103,6 et 99,3 dollars le baril (voir Tableau 3.4).

Par ailleurs, le ralentissement de l'activité manufacturière chinoise a entraîné une réduction de sa consommation du pétrole au troisième trimestre de 0,1 million de barils par jour. Ainsi, l'OPEP a maintenu ses prévisions de la demande pour 2011 à 87,81 millions de baril par jour, sous l'hypothèse que toute baisse de la demande des pays émergents serait compensée par l'augmentation de la consommation des pays de l'hémisphère Nord durant de la saison hivernale.

Le prix du gaz naturel est ressorti en hausse en octobre de 5,3% en glissement mensuel, alors que le prix du charbon a accusé une baisse de 2,9% d'un mois à l'autre. En revanche, les prix de ces deux produits conservent leur tendance puisqu'ils demeurent en hausse par rapport aux niveaux enregistrés un an auparavant, et ce, de 37,7% et 22,1% respectivement.

### 3.2.2 Prix des matières premières hors énergie

Les prix des produits hors énergie ont également pâti des incertitudes entourant la croissance dans les pays avancés, auxquelles s'ajoutent le ralentissement de l'activité manufacturière chinoise (voir Graphique 3.17).

En effet, l'indice Dow Jones UBS des métaux de base est ressorti en baisse de 12% en glissement annuel, tout en restant stable d'un mois à l'autre. Cette évolution résulte notamment de la baisse en glissement annuel du prix du nickel, du zinc et du cuivre de respectivement 20,8%, 16,5% et 9,6%.

Par ailleurs, les perspectives de récoltes abondantes sur les marchés agricoles, conjuguées à la morosité de la conjoncture économique ont entraîné un repli des prix, tel que cela ressort de la baisse de l'indice Dow Jones UBS agricole de 1,7% en glissement annuel. Ainsi, le prix du coton, du blé et du sucre ont diminué de respectivement 24%, 8% et 7,5% d'une année à l'autre, bien qu'ils soient inchangés en glissement mensuel.

Concernant les prix du phosphate et dérivés, ils demeurent globalement à des niveaux supérieurs à ceux observés en 2010, portés par une forte demande. Néanmoins, ces prix ont marqué des évolutions divergentes en variation mensuelle au cours du mois d'octobre. En effet, le cours du phosphate brut a connu une légère hausse, de 197,5 à 198,8 dollars la tonne, le prix du TSP a augmenté de 4,8% alors que les prix de l'urée et du DAP ont accusé une baisse de 3,3% et 1,8% respectivement (voir Graphique 3.18).

### 3.2.3 Inflation dans le monde

En octobre, l'inflation globale en zone euro est restée stable à 3%, tandis que l'inflation sous-jacente s'est établie à 1,6% pour le deuxième mois consécutif. Aux Etats-Unis, l'indice des prix à la consommation a augmenté de 3,5% en glissement annuel, contre 3,9% en septembre, en raison notamment de la baisse de l'indice des

prix des produits énergétiques, dont l'évolution d'une année à l'autre s'est établie à 14,2% contre 19,3% le mois précédent. (voir Tableau 3.6).

S'agissant des principaux partenaires, l'inflation est demeuré inchangée en Espagne et en Allemagne à 3% et 2,9% respectivement, alors qu'elle est ressortie en hausse en Italie et en France à 3,8% et 2,5% contre 3,6% et 2,4% respectivement. Par ailleurs, l'inflation a connu une légère baisse au Royaume-Uni, passant de 5,6% à 5,3% en octobre, suite à la baisse des prix alimentaires intérieurs. Dans les pays émergents, la hausse des prix reste globalement forte, notamment au Brésil et en Inde avec 6,7% et 9,7% respectivement, bien qu'elle ait accusé une baisse en Chine, passant de 6,1% à 5,5% en glissement annuel (voir Tableau 3.6).

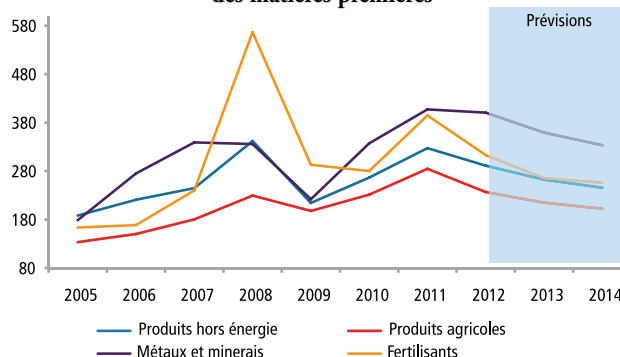
Par ailleurs, le FMI a revu à la baisse ses perspectives d'inflation en septembre pour l'ensemble des pays, en raison principalement de la diminution des prix des matières premières, et de la modération des écarts de production. Ainsi, l'inflation dans les pays avancés s'établirait à 2,6% en 2011 avant de revenir à 1,4% en 2012, tandis que pour les pays émergents et en développement, elle atteindrait 7,5 en 2011 et 6% en 2012.

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

Selon les dernières données disponibles, l'indice des prix à l'importation (IPM) hors énergie a connu en septembre 2011 une hausse mensuelle de 0,6%, au lieu de 1,2% observée au mois d'août. Ainsi, l'IPM des produits alimentaires a augmenté de 12,4% d'un mois à l'autre, contre 31% un mois auparavant, sous l'effet notamment de l'accroissement de 21,2% du prix unitaire moyen à l'importation du blé.

De même, l'IPM des demi-produits a enregistré une progression de 0,9%, au lieu de celle de 1,9% observée le mois précédent, en liaison pour l'essentiel avec l'augmentation de 0,8%

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



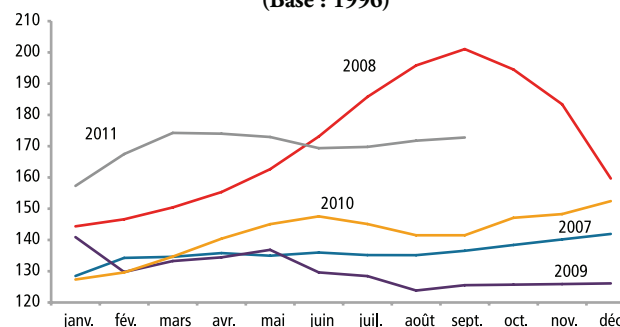
Source : Banque mondiale

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

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

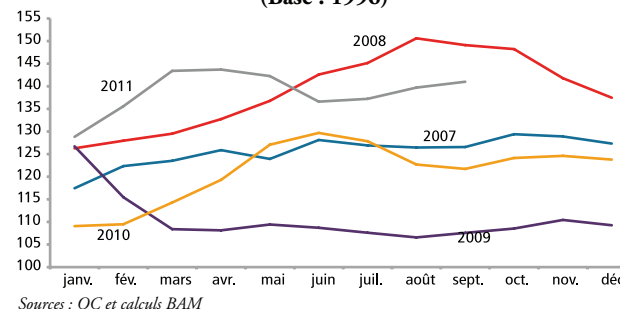
(\*) Indices harmonisés  
Sources : FMI, Eurostat

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



Sources : OC et calculs BAM

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



Sources : OC et calculs BAM

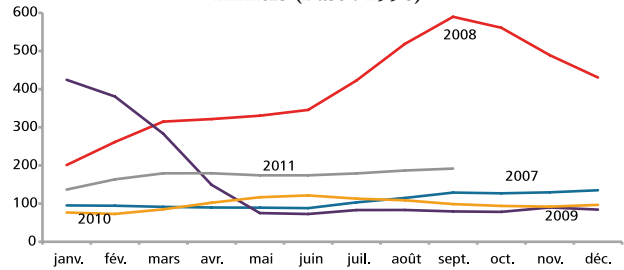
du prix unitaire moyen à l'import des matières plastiques.

Dans le même temps, l'IPM des produits miniers s'est accru de 2,8%, au lieu de 4,3% en août. Cette évolution s'explique essentiellement par la hausse de 3,5% du prix unitaire moyen à l'importation du soufre.

En glissement annuel, l'IPM hors énergie s'est accru de 22,3% en septembre, contre 12,5% un an auparavant. L'IPM des produits miniers a augmenté de près de 95%, en relation principalement avec la hausse de plus du double du prix unitaire à l'importation du soufre. Pour sa part, l'IPM des produits alimentaires a enregistré une progression de près de 91%, attribuable notamment à l'expansion sensible du prix unitaire à l'importation du blé. Parallèlement, l'IPM des demi-produits a enregistré un accroissement de près de 16%, consécutivement à celui de 17,2% du prix unitaire à l'importation des matières plastiques.

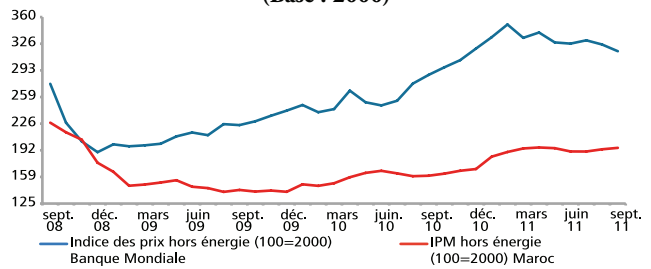
L'ensemble de ces éléments confirment la hausse des tensions inflationnistes émanant des matières premières. Toutefois, les perspectives d'évolution des prix de ces dernières demeurent orientées à la baisse.

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



Sources : OC et calculs BAM

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



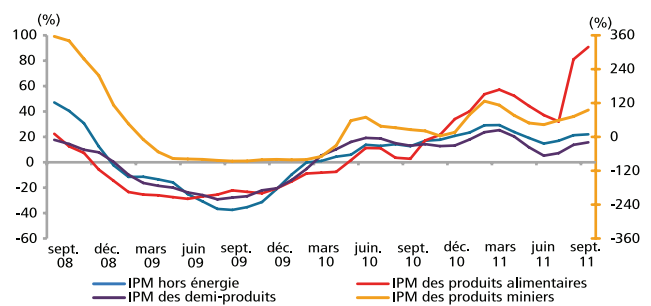
Sources : OC, Banque mondiale et calculs BAM

**Tableau 3. 7 : Evolution de l'IPM**

	Variation mensuelle en %			Variation annuelle en %		
	juil. 11	août 11	sept. 11	juil. 11	août 11	sept. 11
IPM hors énergie	0,2	1,2	0,6	17,0	21,4	22,1
IPM alimentaires	-5,1	31,0	12,4	32,1	81,1	90,8
IPM demi-produits	0,4	1,9	0,9	7,3	13,9	15,8
IPM miniers	2,9	4,3	2,8	58,2	71,7	94,8

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

**Graphique 3.25 : Evolution des IPM, en glissement annuel**



Sources : OC et calculs BAM

## 4. CONDITIONS MONÉTAIRES ET PRIX DES ACTIFS

Les données arrêtées à fin octobre 2011 font ressortir une légère hausse du rythme de croissance annuel de l'agrégat M3 qui s'est élevé à 5,3% au lieu de 5,1% au troisième trimestre et un maintien de l'écart monétaire à un niveau négatif. Dans le même temps, le taux de progression annuel du crédit bancaire est revenu à 7% contre 7,5% au trimestre précédent, traduisant essentiellement la décélération des facilités de trésorerie et des prêts à l'équipement. S'agissant des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le troisième trimestre 2011 font apparaître une hausse de 16 points de base du taux moyen pondéré du crédit, et ce, en relation principalement avec la hausse des taux appliqués aux facilités de trésorerie et ceux des crédits à la consommation. Concernant le taux de change effectif du dirham, il est resté quasiment inchangé d'un trimestre à l'autre en termes nominaux, tandis qu'en termes réels, il s'est apprécié de 1,14%, en raison d'un taux d'inflation au Maroc globalement supérieur à celui des principaux pays partenaires et concurrents. Quant à l'indice des prix des actifs immobiliers, il s'est accru, en glissement annuel, de 0,8%, après 2,2% le trimestre précédent. Cette évolution recouvre un accroissement de 2,1% des prix des biens résidentiels et commerciaux et un recul de 1,7% de ceux des biens fonciers. Globalement, les évolutions récentes des conditions monétaires et des prix des actifs, en particulier immobiliers, laissent apparaître l'absence de pressions inflationnistes à moyen terme.

### 4.1 Conditions monétaires

#### 4.1.1 Taux d'intérêt

Dans un contexte, caractérisé par une prévision centrale de l'inflation en ligne avec l'objectif de stabilité des prix et une orientation à la baisse de la balance des risques entourant cette prévision, le Conseil de Bank Al-Maghrib a décidé, lors de sa dernière réunion du 20 septembre 2011, de maintenir le taux directeur à 3,25%. Dans ces conditions, le taux moyen pondéré sur le marché interbancaire s'est situé à 3,30% en moyenne entre octobre et novembre 2011, inchangé par rapport au troisième trimestre.

Parallèlement, les taux à l'émission des bons du Trésor à court et à moyen termes, ont enregistré, en octobre 2011, globalement des hausses allant jusqu'à 5 points de base, notamment pour les bons à 2 ans et ce, après une quasi-stagnation au terme du troisième trimestre. Le même profil d'évolution a été observé au niveau du marché secondaire, aussi bien pour les rendements à court terme que pour ceux assortissant les bons à moyen et à long termes.

S'agissant des taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois s'est inscrit en repli de 10 points de base, entre le troisième trimestre et octobre 2011. Cette évolution recouvre globalement une baisse du taux sur les dépôts à 12 mois, et une légère augmentation de celui sur les dépôts à 6 mois.

Graphique 4.1 : Evolution du taux interbancaire (données quotidiennes)

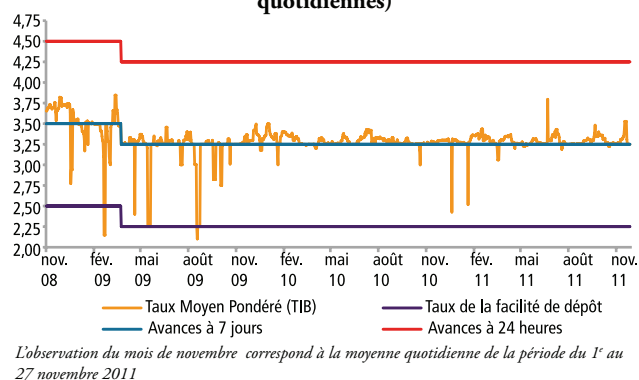


Tableau 4.1 : Evolution des taux de rendement des bons du Trésor sur le marché primaire

	2010			2011			oct. 2011
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	
21 jours	-	-	-	-	-	3,28	-
13 semaines	3,39	-	3,29	3,31	3,30	3,30	3,32
26 semaines	3,45	3,41	3,33	-	-	3,33	3,33
52 semaines	3,55	3,49	3,48	3,46	3,45	3,46	3,48
2 ans	3,69	3,68	3,62	3,63	3,61	3,61	3,66
5 ans	3,90	3,90	3,85	3,85	3,84	3,85	3,86
10 ans	4,19	4,17	4,15	4,13	4,12	4,13	-
15 ans	4,35	-	4,34	4,32	4,33	4,34	-

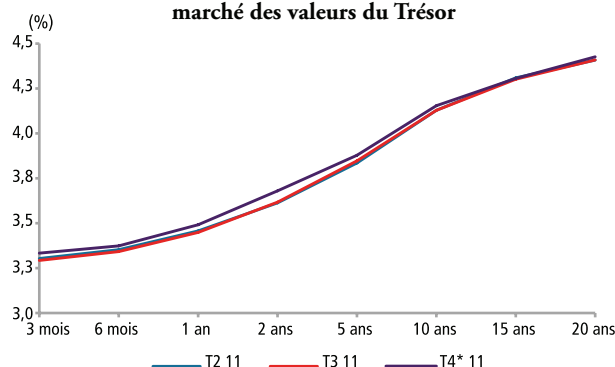
Concernant les conditions débitrices, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques, pour le troisième trimestre 2011, font ressortir une hausse de 16 points de base du taux moyen pondéré du crédit bancaire, qui s'est situé à 6,31%. Cette évolution reflète, principalement, l'augmentation des taux appliqués aux facilités de trésorerie et ceux des crédits à la consommation. En revanche, les taux assortissant les crédits à l'immobilier et à l'équipement ont significativement fléchi par rapport au trimestre précédent.

### 4.1.2 Monnaie, crédit et placements liquides

#### Evolution de M3

Les données du mois d'octobre font ressortir une légère augmentation du rythme d'accroissement

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



\* L'observation du quatrième trimestre 2011 correspond à la moyenne quotidienne de la période du 1<sup>er</sup> octobre au 27 novembre 2011.

Tableau 4.2 : Taux créditeurs (placements à terme)

	2010			2011			oct.2011
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	
6 mois	3,32	3,32	3,33	3,28	3,34	3,33	3,35
12 mois	3,64	3,71	3,77	3,79	3,72	3,78	3,67
Moyenne pondérée	3,48	3,59	3,60	3,60	3,55	3,63	3,53

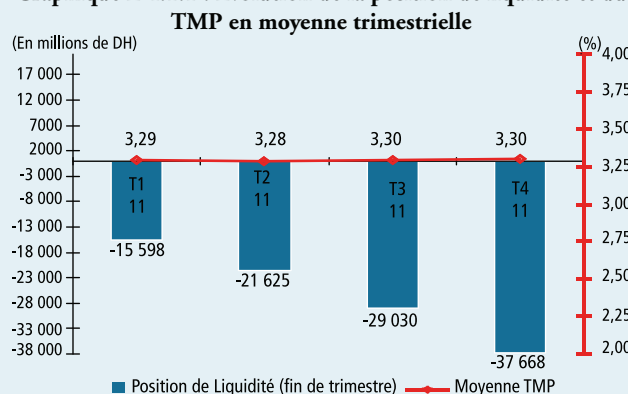
### Encadré 4.1 : Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire

Au cours du troisième trimestre de l'année 2011, le déficit des trésoreries bancaires s'est creusé de 7,4 Milliards de dirhams par rapport à la fin du trimestre précédent (passant de 21,6 milliards à 29 milliards de dirhams). En effet, les facteurs autonomes (hors intervention du Trésor sur le marché monétaire) ont exercé un effet restrictif sur la liquidité bancaire de près de 6,3 milliards de dirhams attribuable principalement à l'augmentation de la circulation fiduciaire et aux opérations sur avoirs extérieurs.

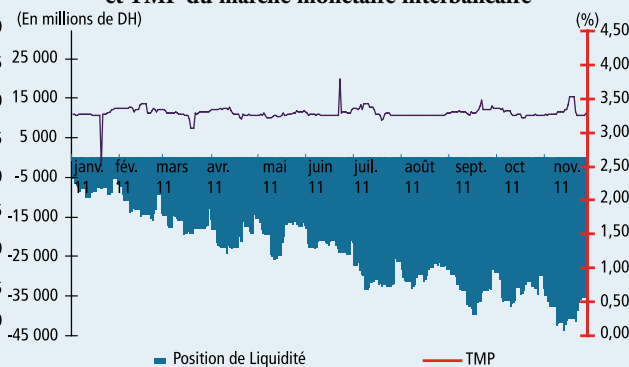
En effet, les retraits nets de la monnaie fiduciaire ont atteint 5,8 milliards de dirhams suite aux sorties massives enregistrées au cours de la période estivale et en préparation du mois de ramadan. De même, les opérations sur devises ont induit une ponction de liquidité de 2,5 milliards de dirhams et ce en dépit de l'important reflux des billets de banque étrangers durant la période estivale (13,7 milliards de dirhams). En effet, ces derniers ont été largement compensés par les achats de devises par les banques commerciales qui ont totalisé 16,2 milliards de dirhams (dont 9,5 milliards enregistrés durant le mois de septembre).

En revanche, les opérations du Trésor (hors intervention du Trésor sur le marché monétaire) ont été à l'origine d'une injection de liquidité de 2,7 milliards de dirhams : Les remboursements des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (17,7 milliards de dirhams), le règlement des salaires des fonctionnaires (15 milliards de dirhams), la pension des retraités (4 milliards de dirhams) et les dépenses de compensation (12 milliards de dirhams) ont été partiellement compensés par les souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (22,5 milliards de dirhams) et de l'encaissement des recettes fiscales (20 milliards de dirhams).

Graphique E 4.1.1 : Evolution de la position de liquidité et du



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

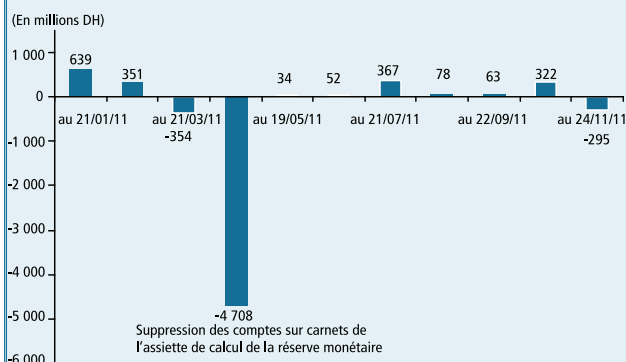


1 Position de Liquidité = Solde des Banques - Réserves Obligatoires +/- Interventions de Bank Al-Maghrib +/- Interventions du Trésor sur le marché monétaire

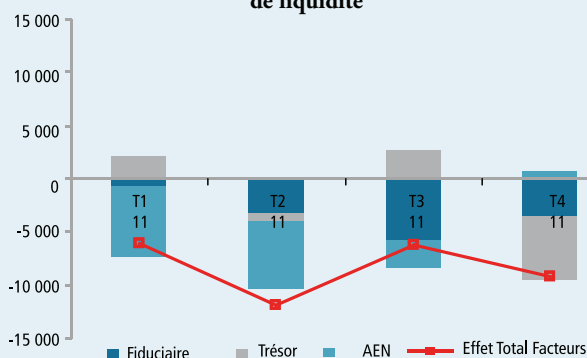


Au cours du quatrième trimestre 2011<sup>(2)</sup>, l'insuffisance des trésoreries bancaires s'est creusée davantage de 8,6 milliards de dirhams, en raison de la poursuite de l'évolution très restrictive des facteurs autonomes (-9,1 milliards de dirhams).

Graphique E 4.1.3 : Variation des réserves obligatoires



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



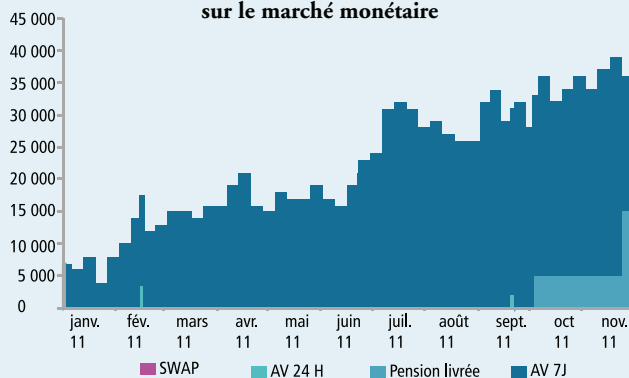
En effet, les opérations du Trésor (hors intervention sur le marché monétaire) ont impacté négativement les trésoreries bancaires de 6 milliards de dirhams du fait notamment de la différence entre, d'une part, les souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (22,1 milliards de dirhams) et l'encaissement des recettes fiscales y compris le 3ème acompte de l'IS de l'année 2011 (15 milliards de dirhams), et d'autre part, les remboursements des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (11,1 milliards de dirhams), le règlement des dépenses de la compensation (9,3 milliards de dirhams) et le paiement des salaires des fonctionnaires (5,2 milliards de dirhams). De même, l'augmentation de la circulation de la monnaie fiduciaire a atteint 3,6 milliards de dirhams attribuables majoritairement aux préparatifs de l'Aïd Al-Adha. En revanche, les opérations sur avoirs extérieurs ont induit une injection de liquidité de 650 millions de dirhams résultant de la différence entre les cessions des billets de banque étrangers qui ont atteint 5 milliards de dirhams et les achats de devises par les banques commerciales qui ont totalisé 4,3 milliards de dirhams.

Durant le 4ème trimestre 2011, les interventions du Trésor sur le marché monétaire ont exercé un effet expansif net de 4,2 milliards de dirhams sur la liquidité bancaire et ont porté sur un encours quotidien moyen de 1,7 milliard de dirhams contre 2,3 milliards de dirhams le trimestre précédent.

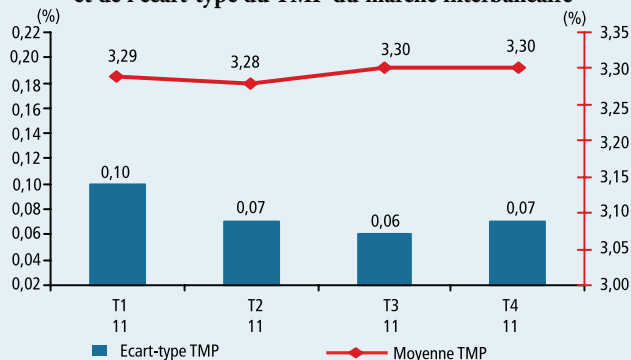
En vue de combler l'insuffisance des trésoreries bancaires qui a atteint en moyenne 36,1 milliards au cours de ce trimestre (contre 31,3 milliards le dernier trimestre), Bank Al-Maghrib est intervenue principalement au moyen des opérations d'avances à 7 jours pour un montant quotidien moyen de 29,4 milliards de dirhams contre 29,3 Milliards le trimestre précédent. La Banque Centrale a également fourni, suite à la décision du Conseil de Bank Al-Maghrib du 20 septembre 2011, de la liquidité aux banques au moyen de deux opérations de refinancement à long terme (3 mois) d'un montant total de 15 milliards de dirhams.

Au cours du quatrième trimestre de l'année 2011, le TMP du marché monétaire s'est établi en moyenne à 3,30%, soit le même niveau que celui enregistré durant le trimestre précédent. En outre, la volatilité du TMP a baissé de 1 point de base par rapport au niveau enregistré durant le 3ème trimestre 2011 pour s'établir à 7 points de base.

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



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



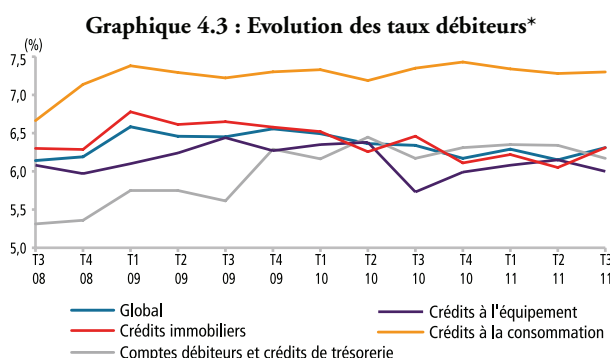
2 T4 2011 : le quatrième trimestre de l'année 2011 ne comprend que la période allant du 1er octobre au 28 novembre 2011

de la masse monétaire. L'excédent monétaire s'est maintenu à un niveau négatif indiquant l'absence des pressions inflationnistes d'origine monétaire au cours des prochains trimestres.

Après s'être établi à 5,1% au cours du troisième trimestre 2011, le taux de progression annuel de l'agrégat M3 s'est élevé à 5,3% en octobre, recouvrant une accélération du rythme d'accroissement des créances nettes sur l'administration centrale, une légère décélération de celui des créances sur l'économie et un repli des avoirs extérieurs nets.

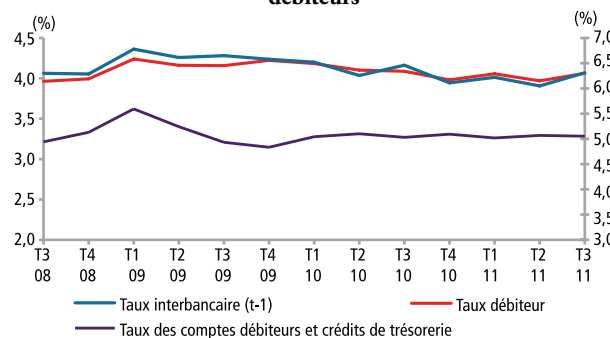
Au niveau des principales composantes de la masse monétaire, des évolutions à des rythmes différenciés ont été observées entre octobre 2011 et le trimestre précédent. En effet, la monnaie fiduciaire s'est accrue de 10,1% en octobre après 9,6% au troisième trimestre, poursuivant ainsi l'orientation haussière constatée depuis le premier trimestre 2011. Pour sa part, la monnaie scripturale, en baisse de 1,4% d'un mois à l'autre, a enregistré un ralentissement de son taux de progression annuel, passé de 4,8% au troisième trimestre à 4,6% en octobre. De même, les rythmes d'évolution des dépôts à terme auprès des banques et des placements à vue ont marqué une décélération, revenant respectivement à 4,5% et à 9,3% en octobre, contre 4,9% et 9,5% au troisième trimestre. Quant aux titres des OPCVM monétaires, en dépit d'une hausse importante d'un mois à l'autre, leur encours demeure inférieur de 12,7% comparativement à celui enregistré au titre de la même période de l'année 2010.

Par agent économique, la structure des dépôts indique que ceux des ménages se sont accrues en octobre à un rythme comparable à celui observé au troisième trimestre, soit 7,3% et demeurent ainsi les principaux contributeurs à la croissance des dépôts à hauteur de 5,2 points de pourcentage. Les dépôts du secteur public se sont, quant à eux, renforcés de 19,5%, après une hausse de 14,1%, ce qui s'est traduit par une augmentation de leur contribution à la croissance du total des dépôts.

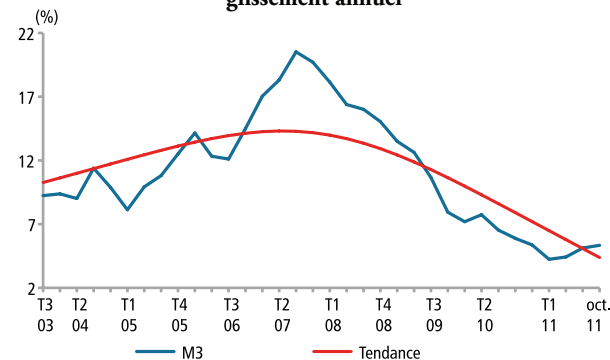


\* A partir de T3-2010, l'échantillon de l'enquête a été élargi à 80% des crédits distribués à la clientèle non financière (voir note méthodologique publiée sur le site de Bank Al-Magrib)  
 Source : Enquête trimestrielle de BAM auprès des banques

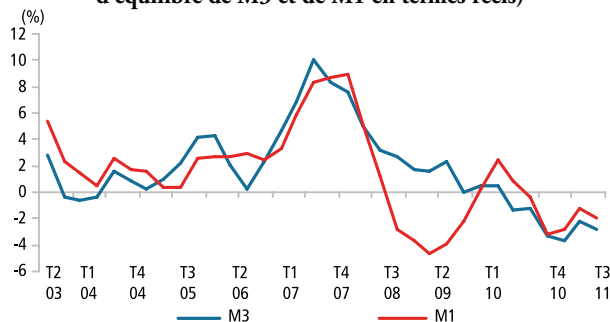
**Graphique 4.4 : Evolution du taux interbancaire et des taux débiteurs**



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



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





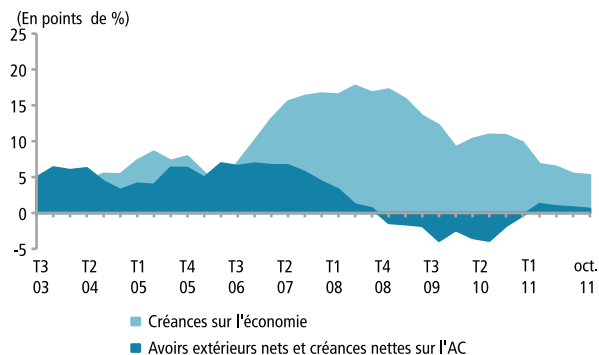
S'agissant des dépôts des sociétés non financières privées, ils se sont inscrits en décélération et affichent une contribution moins significative. Pour leur part, les dépôts des agents financiers continuent d'impacter négativement l'évolution des dépôts, s'inscrivant ainsi dans la tendance observée durant les derniers trimestres.

### Crédit

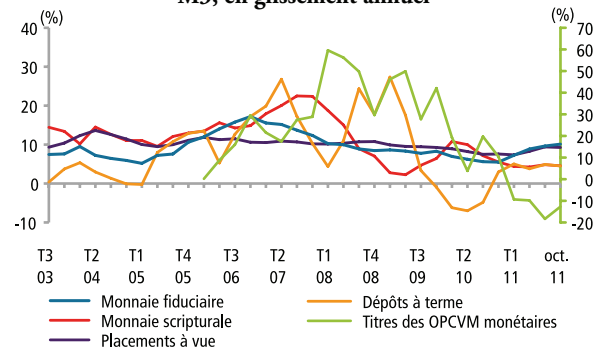
Les dernières données disponibles font ressortir une légère décélération du taux de progression du crédit bancaire, qui s'est établi à 7% en glissement annuel en octobre, après 7,5% en moyenne durant le troisième trimestre 2011.

L'analyse du crédit par objet économique indique que ce ralentissement recouvre des évolutions divergentes de ses catégories. En effet, le rythme d'accroissement annuel des facilités de trésorerie a enregistré un ralentissement revenant à 13,6% en octobre, après 16,6% au trimestre précédent, marquant une rupture du mouvement d'accélération entamé depuis le quatrième trimestre de l'année 2010. Cette évolution semble attribuable au renchérissement du coût relatif à cette catégorie d'emprunts, comme en témoigne la hausse des taux débiteurs assortissant les facilités de trésorerie. De même, le rythme de progression des crédits à l'équipement a poursuivi son mouvement de décélération, revenant ainsi de 6% au troisième trimestre à 2,8% en octobre 2011. Outre un effet de base lié à la forte hausse observée une année auparavant, le ralentissement de cette catégorie de crédit peut être expliqué, en partie par, l'atténuation du taux de progression des dépenses d'investissement, au regard de la décélération des importations de matériels et outillages en octobre, ainsi que par l'accès au financement bancaire, jugé plus difficile, selon les résultats du troisième trimestre de l'enquête mensuelle de conjoncture de Bank Al-Maghrib. En revanche, les prêts immobiliers se sont accrus de 11,1% en octobre contre 10,3% au trimestre précédent. Cette évolution recouvre une accélération de la variation annuelle des prêts

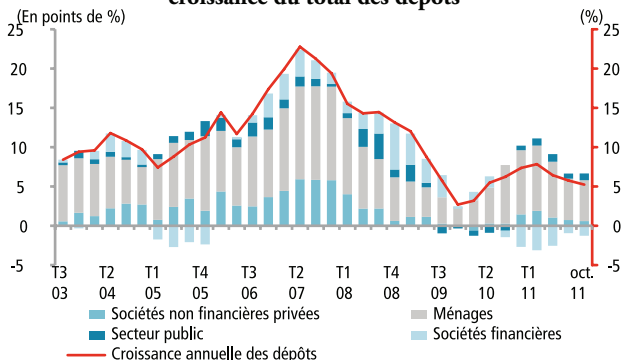
**Graphique 4.7 : Contributions des principales contreparties à la croissance de la masse monétaire**



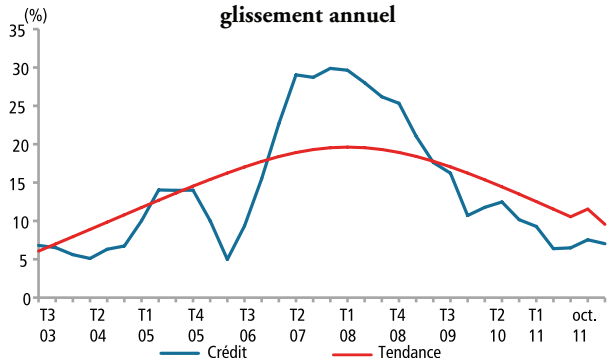
**Graphique 4.8 : Evolution des principales composantes de M3, en glissement annuel**



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



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



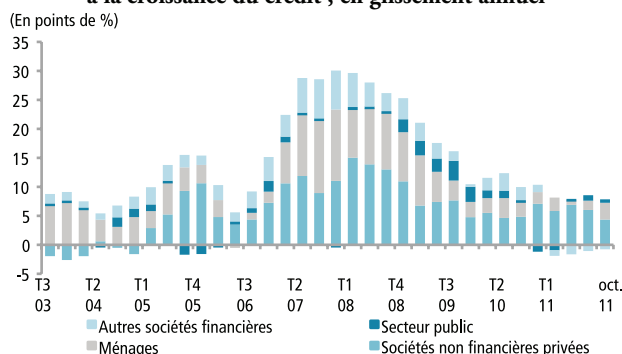
accordés aux promoteurs immobiliers de 7,8% au troisième trimestre à 10% en octobre et une quasi-stagnation du rythme de progression des crédits à l'habitat, à environ 11%. Concernant les crédits à la consommation, leur taux de croissance est passé de 7,2% à 11% entre le troisième trimestre 2011 et le mois d'octobre de la même année. Quant aux créances diverses sur la clientèle, ils ont poursuivi leur repli observé depuis le début de l'année, avec toutefois, un rythme moindre, soit une baisse de 4% en octobre, après celle de 7,2% au trimestre précédent. S'agissant des créances en souffrance, leur taux de croissance en glissement annuel a connu un ralentissement, passant de 3% à 1,5% en octobre.

La ventilation du crédit par agent économique fait ressortir un ralentissement des concours destinés au secteur public, leur taux de croissance en glissement annuel étant revenu de 20,1% au troisième trimestre à 13% en octobre. Leur contribution à la progression du crédit global s'est ainsi établie à 0,6 points de pourcentage au lieu de 0,9 points le trimestre précédent. Dans le même sens, les prêts alloués aux sociétés non financières privées ont vu leur rythme de progression annuel décélérer à 9,2% en octobre, après 13,1% au troisième trimestre, ramenant leur contribution à la croissance du crédit de 6 points de pourcentage le trimestre précédent à 4,4 points. En revanche, les crédits destinés aux ménages ont enregistré une augmentation de 8,7% en octobre, après 3,6% en moyenne des trois trimestres de l'année 2011, ce qui a porté leur contribution à la croissance du crédit global, à 2,9 points de pourcentages en octobre contre 1,6 point un trimestre auparavant. Pour leur part, les prêts alloués aux autres sociétés financières ont accusé de nouveau une baisse de 5,4% en octobre, qui demeure toutefois moins prononcée que celles observées lors des deux derniers trimestres.

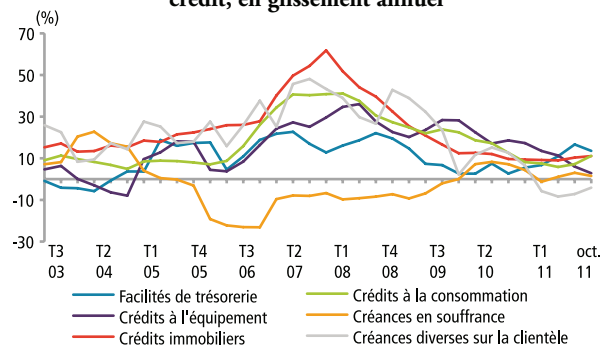
### Autres sources de création monétaire

Durant le troisième trimestre 2011, les avoirs extérieurs nets ont enregistré un repli de 1,1%

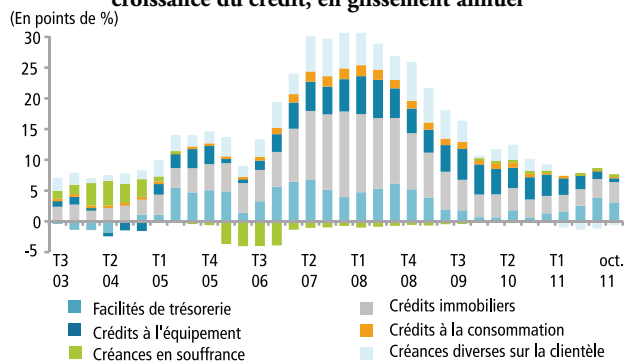
**Graphique 4.11 : Contribution des secteurs institutionnels à la croissance du crédit, en glissement annuel**



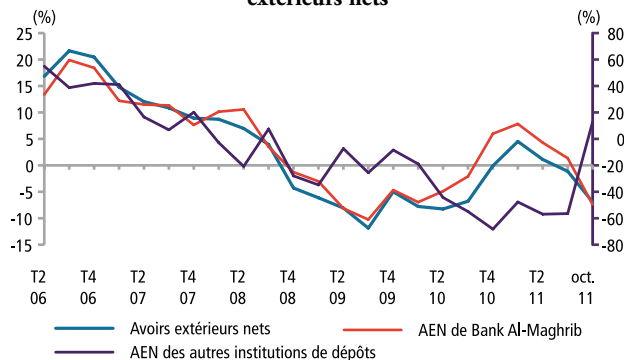
**Graphique 4.12 : Croissance des principales catégories du crédit, en glissement annuel**



**Graphique 4.13 : Contribution des différentes catégories à la croissance du crédit, en glissement annuel**



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



comparativement à leur niveau observé au cours de la même période de l'année dernière. Ce profil d'évolution s'explique principalement par le creusement du déficit commercial. Leur encours a poursuivi, en octobre, sa tendance baissière, se contractant de 6,9% en glissement annuel, sous l'effet du fléchissement des réserves de change de Bank Al-Maghrib et de la légère amélioration de celles des autres institutions de dépôts.

S'agissant des créances nettes sur l'administration centrale, elles se sont accrues de 21,4% en octobre, au lieu de 10,2% le trimestre précédent, suite essentiellement à l'accroissement du recours de l'administration centrale aux autres institutions de dépôts.

### Placements liquides

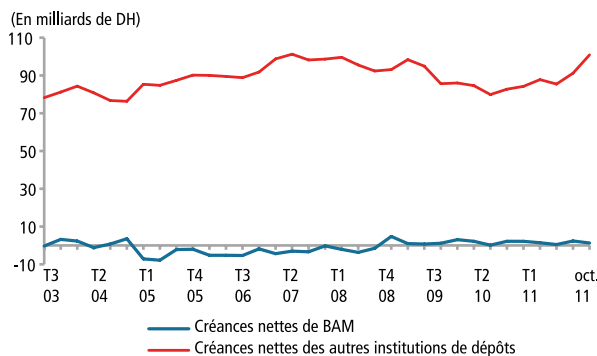
En octobre 2011, les agrégats de placements liquides ont augmenté de 8,1% en glissement annuel au lieu de 9,7% le trimestre précédent, maintenant ainsi le même profil d'évolution observé depuis le début de l'année.

Les actifs inclus dans l'agrégat PL1 ont, le plus, contribué à ce ralentissement, leur hausse annuelle étant revenue de 12,8% en moyenne pendant les trois derniers mois à 11,7% en octobre, sous l'effet du repli de celui des placements en bons du Trésor négociables. Pour leur part, les titres des OPCVM obligataires recensés dans l'agrégat PL2, en accroissement de 5,6% en octobre contre 6% trois mois auparavant, ont vraisemblablement pâti de l'effet négatif induit par la hausse des taux d'intérêt assortissant les bons du Trésor négociés sur le marché secondaire. Quant aux titres des OPCVM actions et diversifiés, qui composent l'agrégat PL3, ils ont été influencés négativement par les contreperformances réalisées sur le marché boursier, s'établissant en octobre 2011 à un niveau inférieur de 4,8% par rapport à la même période de l'année précédente.

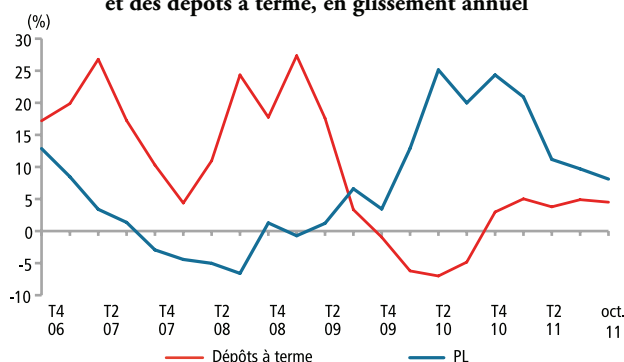
### Taux de change

Au cours du troisième trimestre de l'année 2011 et par rapport au trimestre précédent, le dirham

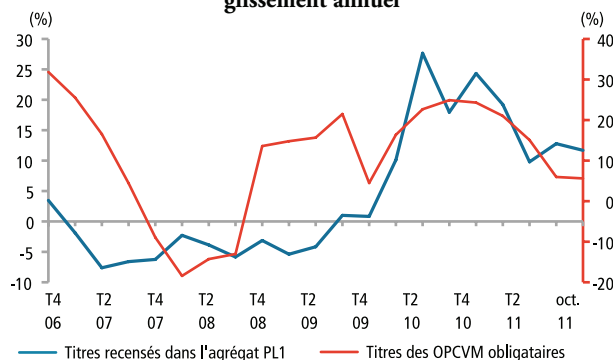
Graphique 4.15 : Evolution trimestrielle de l'encours des créances nettes sur l'administration centrale



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



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



s'est apprécié de 0,33% vis-à-vis de l'euro. En revanche, il s'est déprécié respectivement de 1,61% et de 0,24%, face au dollar américain et à la livre sterling.

En moyenne des deux mois d'octobre et de novembre et comparativement au trimestre précédent, la monnaie nationale a de nouveau enregistré une hausse contre l'euro, de près de 0,61%, et des baisses de 2,82% et de 0,93%, respectivement, par rapport au dollar et à la livre sterling.

Pour sa part, le taux de change effectif nominal du dirham, calculé à partir des taux de change bilatéraux vis-à-vis des principaux partenaires et concurrents du Maroc, est resté quasiment stable par rapport au trimestre précédent. En termes réel, la monnaie nationale s'est appréciée de 1,14% en raison d'un taux d'inflation au Maroc globalement supérieur à celui des principaux pays partenaires et concurrents.

## 4.2 Prix des actifs

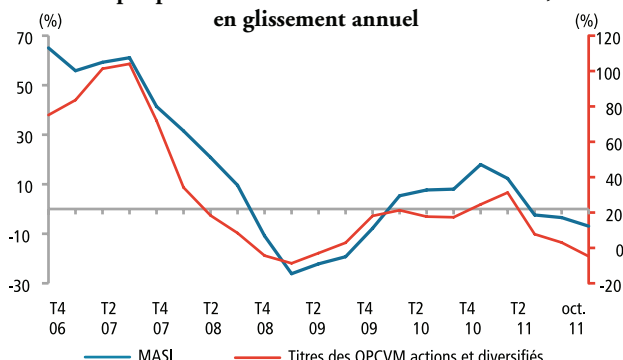
### 4.2.1 Actifs immobiliers

Au terme du troisième trimestre 2011, les résultats relatifs à l'indice des prix des actifs immobiliers (IPAI), indiquent une augmentation trimestrielle de 1,1%, après une baisse de 0,3% le trimestre précédent. En glissement annuel, ces prix ont poursuivi leur tendance haussière, entamée depuis le deuxième trimestre 2010, avec un taux de 0,8%, rythme inférieur toutefois à celui de 2,2% enregistré un trimestre auparavant.

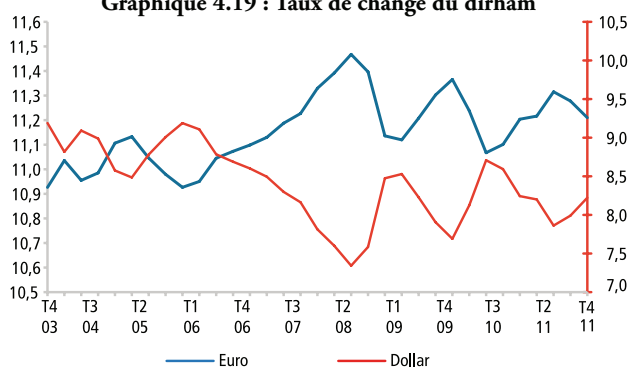
Par ailleurs, le nombre des ventes des biens immobiliers immatriculés au niveau de l'ANCFCC arrêté 35 jours après la fin du troisième trimestre, a progressé annuellement de 8,6%, atteignant 23 180 transactions.

Parallèlement, les crédits à l'habitat se sont accrus au cours du troisième trimestre 2011 à un rythme annuel inférieur à celui du trimestre précédent, soit 10,9% au lieu de 11,6%. Pour sa part, l'indice boursier de l'immobilier a poursuivi

Graphique 4.18 : Croissance de PL3 et du Masi, en glissement annuel

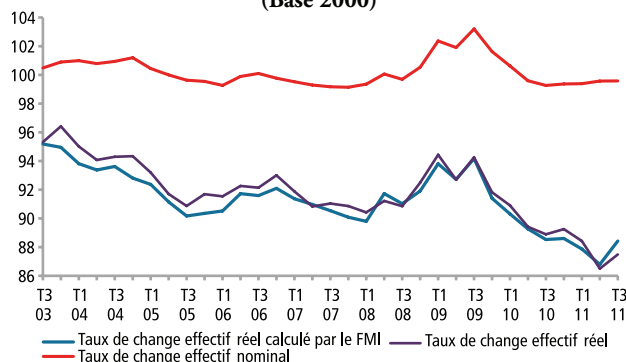


Graphique 4.19 : Taux de change du dirham



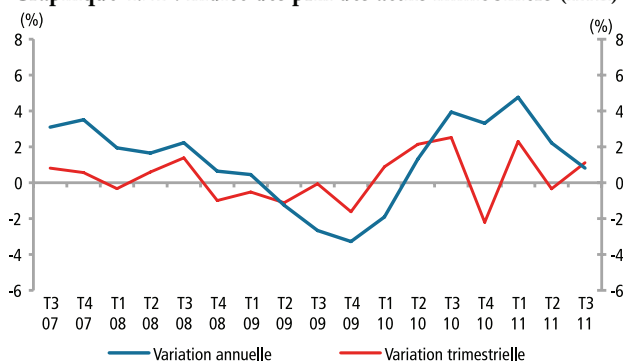
\* L'observation du quatrième trimestre 2011 correspond à la moyenne arithmétique des données du 1<sup>er</sup> octobre au 25 novembre 2011.

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



Source : FMI et Calculs de BAM

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



sa tendance baissière, affichant une régression annuelle de 9,6%.

### 4.2.2 Cours des actions

Dans le prolongement de la tendance observée depuis plusieurs trimestres, le MASI a accusé une baisse trimestrielle de 0,4% au troisième trimestre 2011, plus accentuée à fin novembre où elle s'est établie à 4,5%. Aussi, sa contreperformance annuelle s'est-elle élevée à 13,4% en novembre au lieu de 9,4% le trimestre précédent. La même évolution a concerné le sous-indice du secteur immobilier, dont la contraction est ressortie nettement plus importante, soit 15,6% entre le deuxième et le troisième trimestre. En novembre, il s'est de nouveau déprécié de près de 9,7% comparativement au trimestre précédent et de 32,4% depuis le début de l'année.

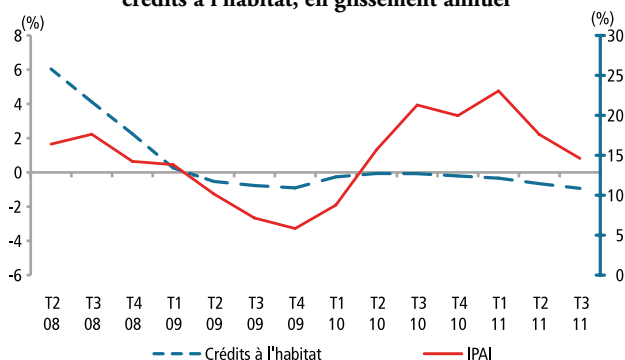
A l'inverse, la capitalisation boursière a marqué un accroissement de 1,1% d'un trimestre à l'autre, atteignant 531,4 milliards de dirhams. Cette évolution est imputable, essentiellement, aux opérations d'augmentation de capital durant cette période, chiffrées à 5 milliards de dirhams. En novembre, la capitalisation boursière a en revanche accusé une baisse de 3,9%, revenant à 510,5 milliards de dirhams.

Dans ces conditions, le PER de la place de Casablanca est passé de 16,1 au deuxième trimestre à 16,9 au troisième trimestre et en novembre. Il demeure ainsi relativement élevé par rapport à celui des autres marchés de taille comparable. En parallèle, le Price to Book Ratio, estimé à 3,9 en novembre, ressort à un niveau supérieur à ceux des autres marchés.

Pour sa part, le volume moyen mensuel des transactions s'est situé à 4,9 milliards de dirhams au troisième trimestre au lieu de 4,6 milliards un trimestre auparavant. Au cours des deux premiers mois du quatrième trimestre, le volume moyen mensuel s'est établi à 3,8 milliards.

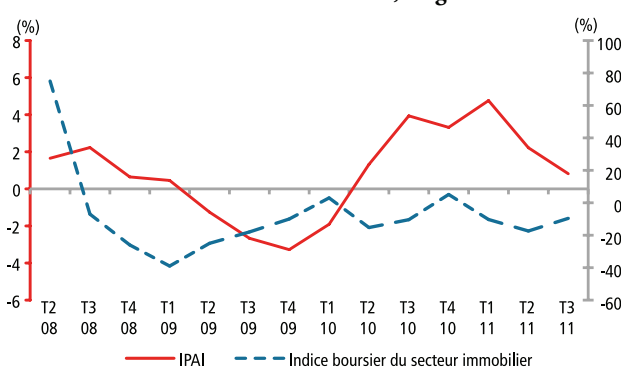
Les indices sectoriels se sont, quant à eux, inscrits globalement dans une tendance baissière

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



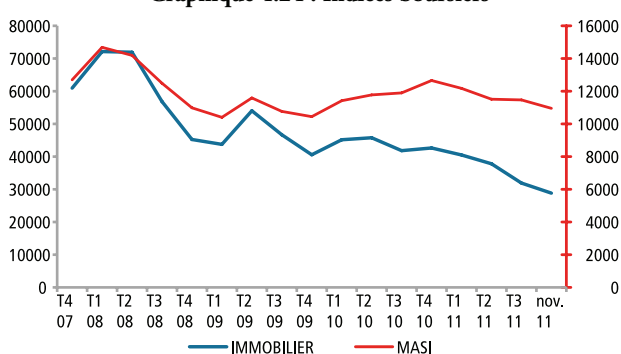
\* Compte non tenu de crédits destinés à la promotion immobilière  
Source : BAM & ANCFCC

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



Source : BAM, ANCFCC et Bourse de Casablanca

Graphique 4.24 : Indices boursiers



Source : Bourse de Casablanca

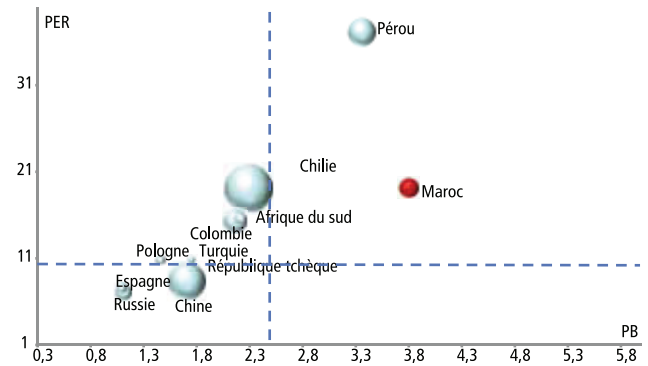
Tableau 4.3 : Valorisation du marché des actions

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

Sources : Datastream, CFG

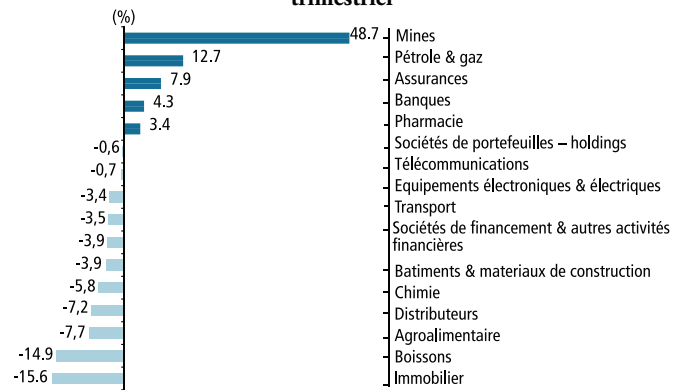
durant le troisième trimestre. En effet, seuls cinq indices ont enregistré des appréciations, allant de 3,4% pour le secteur pharmaceutique à 48,7% pour celui des mines. Les autres indices ont, en revanche, accusé des baisses variant entre 0,6% pour le secteur des sociétés de portefeuilles holdings et 15,6% pour celui de l'immobilier.

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



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

Graphique 4.26 : Evolution des indices sectoriels, en glissement trimestriel



Source: Bourse de Casablanca



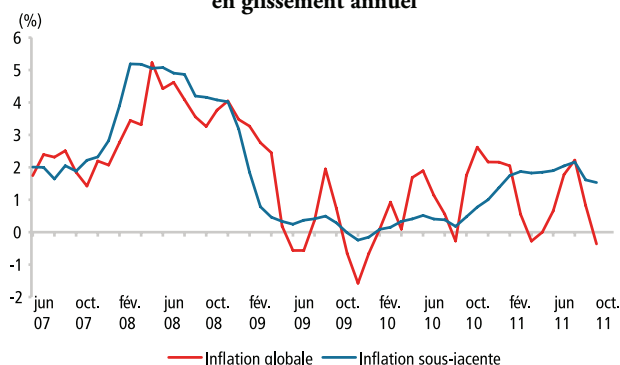
## 5. ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Les données relatives au troisième trimestre et au mois d'octobre 2011 font ressortir des évolutions en ligne avec les appréciations du Conseil lors du dernier Rapport sur la politique monétaire (RPM), qui tablaient sur une orientation à la baisse des risques inflationnistes. En effet, l'inflation, mesurée par la variation en glissement annuel de l'IPC, s'est établie à -0,4% en octobre, après 2,2% et 0,8% en août et en septembre respectivement, avec une moyenne de 0,9% sur les dix premiers mois de 2011. Compte non tenu des produits alimentaires à prix volatils et des produits réglementés, l'inflation sous-jacente s'est nettement ralentie, marquant une rupture du mouvement haussier observé depuis novembre 2010. Elle s'est inscrite à 1,5% en octobre au lieu de 1,6% en septembre et 2,2% en août. Son écart absolu par rapport à l'inflation s'est creusé pour atteindre 1,9 point de pourcentage, en liaison notamment avec la survenance de chocs d'offre de très court terme. Reflétant dans une large mesure l'évolution des cours mondiaux des produits alimentaires et de celle de l'inflation dans les principaux pays partenaires, l'indice des prix des produits échangeables inclus dans l'IPCX (IPCXE) s'est accru de 2,9% en octobre, après 3% le mois précédent, tandis que l'inflation des biens non échangeables (IPCXNE) est demeurée inchangée à 0,1% durant les deux derniers mois, en liaison avec la poursuite de la modération des pressions de la demande intérieure. Bien qu'il demeure inférieur aux niveaux exceptionnels observés en 2008, le rythme de variation annuelle de l'indice des prix à la production industrielle continue de traduire la diffusion des hausses antérieures des cours mondiaux des matières premières. Ainsi, la progression, en glissement annuel, de l'indice des prix des industries manufacturières ressort à 15,4% en octobre, après 15,5% en septembre et 15,9% en août.

### 5.1 Evolution de l'inflation

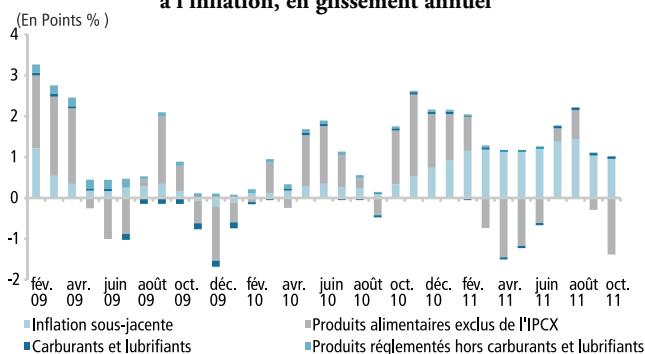
De manière globale, l'évolution de l'inflation demeure compatible avec la stabilité des prix à moyen terme, dans un contexte marqué par la modération des pressions émanant de la demande intérieure et la stabilisation de l'inflation des pays partenaires. Ainsi, après s'être établie à 2,2% en août et 0,8% en septembre, l'inflation, mesurée par la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC), est ressortie à -0,4% en octobre 2011, avec une moyenne de 0,9% sur les dix premiers mois de l'année, légèrement supérieure à 0,7% observée une année auparavant. Cette évolution récente de l'inflation reflète, d'une part, celle des prix de la composante « produits alimentaires volatils » dont la baisse s'est accentuée, passant de -2,1% à -9,3% et, d'autre part, le niveau relativement bas de l'inflation sous-jacente, les prix des produits réglementés hors carburants et lubrifiants n'ayant pas connu de variation entre septembre et octobre. Outre la baisse prononcée des prix des légumes frais (-28,2% au lieu de -8,8%), l'évolution des prix de la composante « produits alimentaires volatils » s'explique également par le ralentissement de la hausse des prix de la volaille (+9,6% au lieu de +13,9%), tandis que

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



Sources : HCP et calculs BAM

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



Sources : HCP et calculs BAM

les prix des fruits frais n'ont augmenté que légèrement de 1,9%. S'agissant de la catégorie des produits réglementés, les prix hors carburants et lubrifiants sont restés sans changement par rapport au mois précédent, en liaison avec la stabilité des tarifs de certaines composantes, notamment le tabac, l'électricité et les produits pharmaceutiques, de même pour les tarifs des carburants et lubrifiants, qui demeurent stables dans un contexte de poursuite du gel du mécanisme d'indexation (voir Tableau 5.1).

L'inflation sous-jacente (IPCX), qui exclut les produits alimentaires volatils et les produits réglementés, est ressortie à 1,5% en octobre après 1,6% en septembre et 2,2% en août. Le ralentissement de l'inflation sous-jacente observé en septembre s'explique essentiellement par la baisse ponctuelle importante des tarifs de la rubrique «service de téléphonie et de télécopie». En octobre, l'écart absolu entre l'inflation et l'inflation sous-jacente s'est creusé, s'établissant à 1,9 point de pourcentage, alors qu'il était de l'ordre de 0,1 et de 0,8 point en août et en septembre respectivement. Cet écart, à caractère temporaire, est dû principalement à la régression des prix de certains produits alimentaires frais, en particulier les légumes qui ont contribué négativement à l'inflation à hauteur de 1,7 point de pourcentage. L'analyse par grandes composantes du panier de l'indice général montre que l'évolution récente de l'inflation sous-jacente s'explique, essentiellement, par le léger ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires qui y sont inclus (3,4% au lieu de 3,6%) et de ceux des biens et services divers (+2,1% au lieu de +2,7%). Parallèlement, certaines composantes de l'IPCX ont vu leur prix augmenter à un rythme quasi inchangé en septembre et en octobre, notamment celles des « articles d'habillement et chaussures » (+2,4%), « restaurants et hôtels » (+2% au lieu de +1,9%) et « enseignement » (+3% au lieu de +3,1%). Sur les dix premiers mois de l'année 2011, l'inflation sous-jacente s'est établie en moyenne à 1,8%, comparativement à 0,3% une année auparavant. Cette évolution est due au renchérissement de certains produits

Tableau 5.1 : Inflation et ses composantes

	Variation mensuelle (%)			Glissement annuel (%)		
	août 11	sept. 11	oct. 11	août 11	sept. 11	oct. 11
<b>Inflation globale</b>	<b>1,4</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>2,2</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,4</b>
dont:						
- Produits alimentaires volatils exclus de l'inflation sous-jacente	8,5	0,3	-3,0	5,7	-2,1	-9,3
- Carburants et lubrifiants	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Produits réglementés hors carburants et lubrifiants	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0
<b>Inflation sous-jacente</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>2,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>
dont :						
- Produits alimentaires	0,8	0,2	0,1	3,6	3,6	3,4
- Articles d'habillement et chaussures	0,8	0,4	0,5	2,4	2,4	2,4
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles*	0,0	0,1	0,2	0,9	1,0	1,0
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,1	0,1	-0,1	1,0	1,0	0,9
- Santé*	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,1
- Transport*	0,3	0,2	0,3	-0,3	-0,4	0,0
- Communication	0,0	-12,4	0,0	-1,4	-13,7	-13,7
- Loisirs et cultures	-0,1	0,0	0,4	-0,6	-0,5	-0,1
- Enseignement	0,1	2,7	0,3	4,6	3,1	3,0
- Restaurants et hôtels	0,1	0,3	0,2	1,6	1,9	2,0
- Biens et services divers	0,0	1,0	0,1	1,8	2,7	2,1

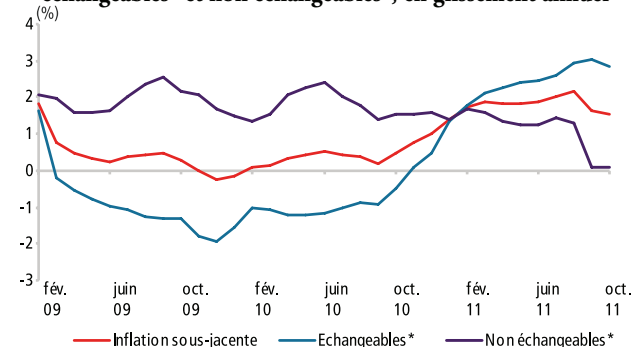
\* Hors produits réglementés  
Sources : HCP et calculs BAM

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

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

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

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



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



alimentaires de base, notamment, les produits à base de céréales (+2,4% au lieu de -1,4%), les huiles et graisses (+12,9% au lieu de 0%) et le lait (+0,4% au lieu de +0,1%).

## 5.2 Biens échangeables et Biens non échangeables

L'analyse des prix selon la ventilation échangeables (IPCXE) / non échangeables (IPCXNE), montre que l'évolution de l'inflation sous-jacente continue d'être influencée, dans une large mesure, par la dynamique de l'IPCXE, elle-même liée à l'inflation des pays partenaires. Pour sa part, l'inflation des biens non échangeables (IPCXNE) est restée modérée, dénotant la poursuite de l'absence de tensions inflationnistes significatives d'origine interne (voir Tableau 5.4).

Ainsi, la variation annuelle des prix des biens échangeables (IPCXE) s'est inscrite en hausse continue depuis novembre 2010, avant de s'établir à 3% et 2,9% en septembre et en octobre 2011 respectivement, portant sa moyenne à 2,4% durant les dix premiers mois de l'année 2011 au lieu de -1,1% durant la même période de l'année précédente. Cette évolution récente reflète principalement celle des produits alimentaires qui y sont inclus, notamment les « huiles » et « huiles et graisses » qui ont contribué conjointement à la hausse de l'IPCXE de 1,2 point de pourcentage et, dans une moindre mesure, les produits à base de céréales avec une contribution évaluée à 0,5 point de pourcentage (voir Tableau 5.3).

Pour sa part, les prix des biens non échangeables (IPCXNE) ont vu leur rythme de progression annuelle s'inscrire en net ralentissement, s'établissant à 0,1% en septembre et octobre 2011, contre 1,3% en août et 1,4% durant les huit premiers mois de l'année 2011. Ce ralentissement est dû, en majeure partie, à l'effet de base lié à la forte baisse ponctuelle, en septembre, des tarifs de la composante « service de téléphonie et de télécopie », la contribution de cette branche à la baisse annuelle des prix

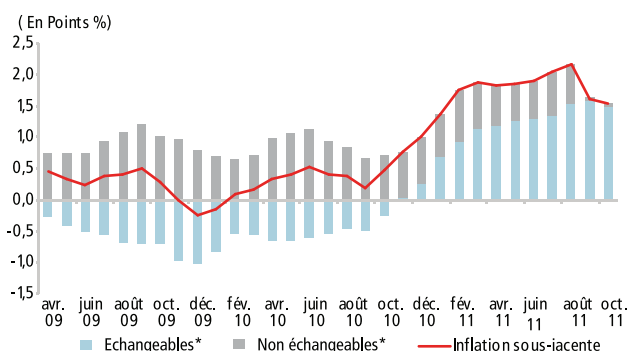
**Tableau 5.3 : Evolution des indices des prix des biens échangeables\* et non échangeables\***

	Evolution en variation mensuelle (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	août 11	sept. 11	oct. 11	août 11	sept. 11	oct. 11
Biens échangeables*	0,5	0,2	0,3	2,9	3,0	2,9
Biens non échangeables*	0,3	-0,6	0,0	1,3	0,1	0,1

\* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés

Sources : HCP et calculs de BAM

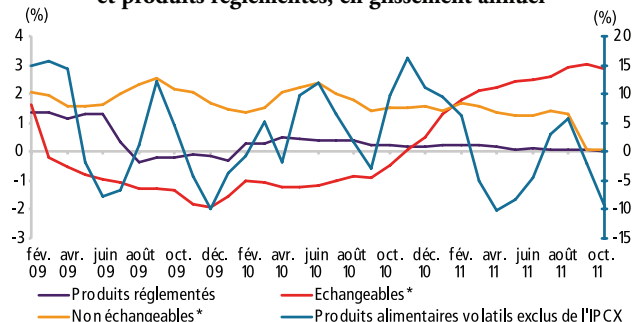
**Graphique 5.4 : Contribution des échangeables\* et des non échangeables\* à l'inflation sous-jacente, en glissement annuel**



\* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés

Sources : HCP et calculs BAM

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



\* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés

Sources : HCP et calculs BAM

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

	Contributions à l'inflation en variation mensuelle		Contributions à l'inflation en glissement annuel	
	sept. 11	oct. 11	sept. 11	oct. 11
Produits Exclus de l'IPCX	0,1	-0,4	-0,3	-1,4
Dont :				
Produits réglementés	0,0	0,0	0,0	0,0
Produits alimentaires volatils	0,0	-0,4	-0,3	-1,4
Biens échangeables*	0,1	0,1	1,1	1,0
Biens non échangeables*	-0,2	0,0	0,0	0,0

\* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés

Sources : HCP et calculs BAM

de cette catégorie étant évaluée à -1,3 point de pourcentage (voir Tableau 5.3).

### 5.3 Biens et services

La ventilation du panier de l'IPC en biens et services montre que la dynamique de court terme de l'inflation reste influencée, dans une large mesure, par l'évolution des prix des biens non transformés ainsi que celle des prix des services. En effet, la baisse en glissement annuel de l'inflation en octobre est liée, d'une part, à celle des prix des produits non transformés qui ont diminué de 5,3% et, d'autre part, à la régression des tarifs des services de 0,2%. La contribution de ces deux composantes à la diminution de l'indice général des prix ressort à -1,3 point de pourcentage au lieu de seulement -0,2 point un mois auparavant.

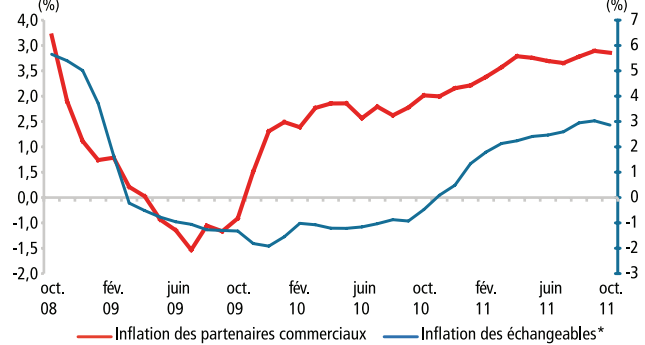
Pour leur part, les prix des biens transformés hors carburants et lubrifiants ont connu une évolution comparable à celle des deux mois précédents, soit 2,3%. La contribution de cette catégorie de biens à l'inflation globale est évaluée à 1,0 point de pourcentage en moyenne en septembre et octobre 2011 (voir Tableau 5.5).

### 5.4 Indice des prix à la production industrielle

En glissement mensuel, l'indice des prix à la production industrielle a enregistré une progression de 0,8% en octobre après - 0,5% et 1% en septembre et en août respectivement. Cette évolution est imputable, en majeure partie, à celle des prix au niveau de la branche de cokéfaction et raffinage du pétrole, qui ont connu une hausse de 1,5% après -1,6% et 2,5% en septembre et août.

Hors cokéfaction et raffinage, les prix à la production ont progressé de 0,4% entre septembre et octobre, recouvrant principalement la hausse des prix au niveau des branches «industrie alimentaire» et «travail du bois et fabrication des articles en bois» de 1,2% et 1,6% respectivement. Cette évolution reflète, dans une moindre mesure, la baisse de 4% des

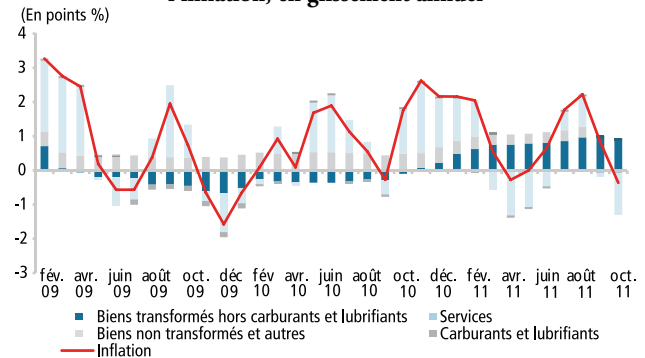
Graphique 5.6 : Evolution de l'inflation des biens échangeables\* et celle des partenaires commerciaux, en glissement annuel



\* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés

Sources : HCP, IFS et calculs BAM

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



Sources : HCP et calculs BAM

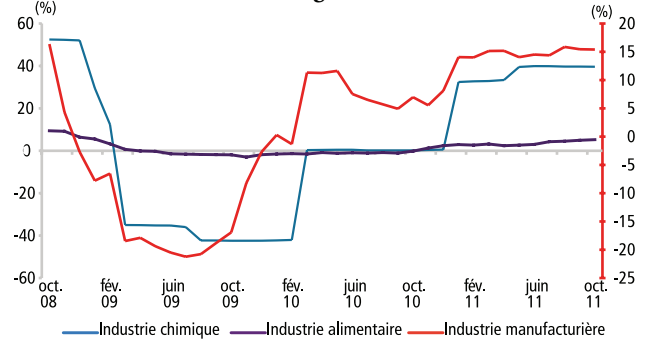
Tableau 5.5 : Indices des prix des biens et services

	Evolution en variation mensuelle (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	août 11	sept. 11	oct. 11	août 11	sept. 11	oct. 11
Biens transformés*	0,4	0,3	0,3	2,3	2,4	2,3
Biens non transformés et autres	5,4	-0,1	-2,0	4,1	-0,8	-5,3
Services	0,0	-0,5	0,1	1,0	-0,1	-0,2
Carburants et lubrifiants	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

\* Hors carburants et lubrifiants

Sources : HCP et calculs BAM

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



Sources : HCP et calculs BAM

prix au niveau de la branche « industrie du cuir et de la chaussure ».

En glissement annuel, l'indice global a enregistré en octobre une hausse de 15,4%, comparable à celle de 15,5% observée en septembre. Pour sa part, l'indice hors raffinage a évolué au même rythme que celui du mois précédent, soit 8,7% (voir Graphique 5.9).

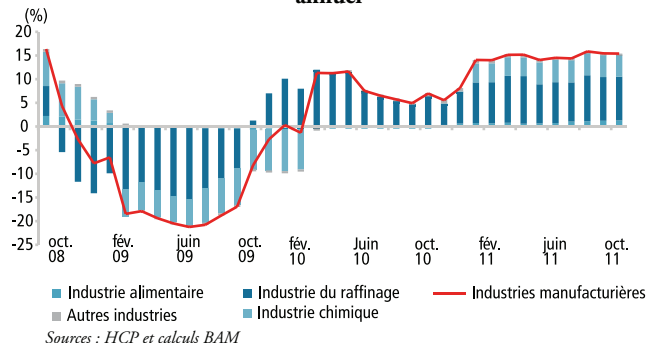
En dépit de la hausse observée des prix à la production industrielle, sa diffusion vers les prix à la consommation reste relativement limitée et concentrée au niveau des biens échangeables hors prix d'énergie, en raison de la poursuite du gel du mécanisme d'indexation des prix des carburants.

### 5.5 Anticipations d'inflation

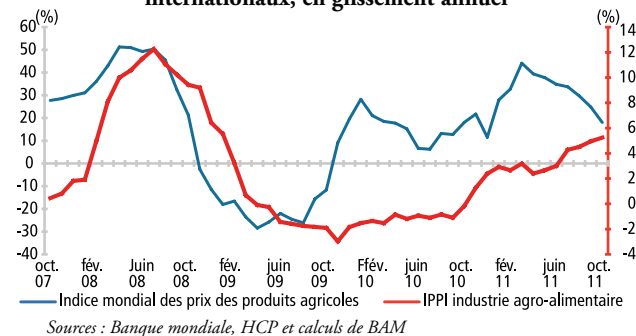
Selon les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib pour le mois d'octobre 2011, les prix des produits industriels devraient poursuivre leur modération comme en témoigne le niveau toujours élevé du pourcentage des chefs d'entreprises ayant anticipé une stagnation des prix produits industriels, s'établissant à 81% en octobre après 88% en septembre (voir Graphique 5.11).

Parallèlement, les résultats de l'enquête indiquent la poursuite de la modération de l'inflation au cours des trois prochains mois. En effet, le pourcentage des chefs d'entreprises ayant tablé sur une stagnation de l'inflation s'est établi à 74% contre une moyenne de 66% observée au cours des trois premiers trimestres de l'année 2011. Quant au pourcentage des opérateurs ayant anticipé une hausse, il a marqué un léger recul, revenant de 24% à 21% en octobre (voir Graphique 5.12).

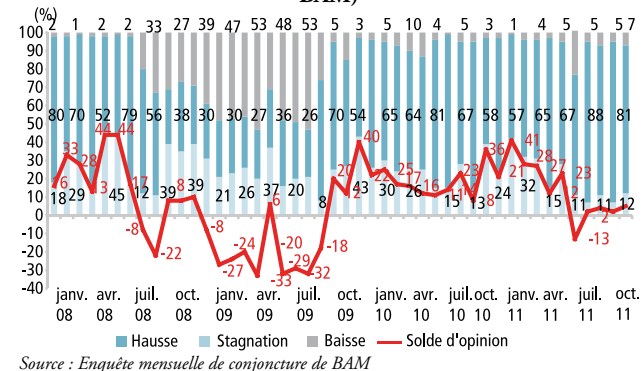
**Graphique 5.9 : Contributions des principales rubriques à l'indice des prix à la production manufacturière, en glissement annuel**



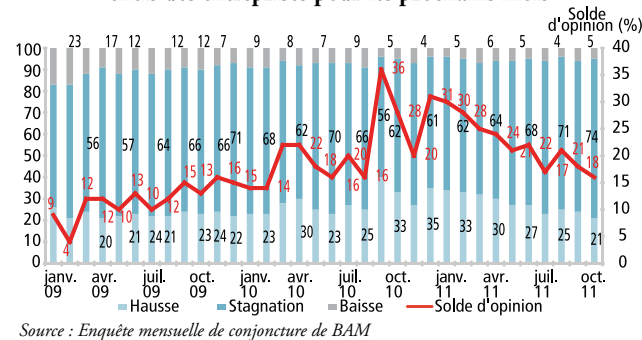
**Graphique 5.10 : Evolution des prix à la production de l'industrie alimentaire au Maroc et sur les marchés internationaux, en glissement annuel**



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



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



---

## 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 conditionné par les hypothèses et les évolutions envisagées pour une série de variables affectant l'activité et l'inflation. Sous l'hypothèse de 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 1,4%, un niveau inférieur au taux moyen prévu dans le cadre du dernier Rapport sur la Politique Monétaire (2%). Au cours de l'année 2011, l'inflation devrait se situer autour de 1%, au lieu de 1,3% communiqué lors du dernier exercice. Pour l'année 2012, le niveau d'inflation moyen devrait s'établir à 1,5%. Sous l'hypothèse de maintien du prix du gasoil à la pompe à son niveau actuel, la balance des risques du présent exercice de prévision est légèrement orientée à la baisse en raison d'un fléchissement plus accentué des cours des matières premières et d'une contraction plus prononcée qu'anticipée de la demande étrangère adressée au Maroc.*

---

### 6.1 Hypothèses du scénario de base

#### 6.1.1 Environnement international

Les prémices d'une nouvelle contraction de l'activité économique chez les pays avancés commencent à se profiler suite à la décélération de la croissance durant le premier semestre de l'année en cours et à la quasi-stagnation observée au troisième trimestre. Quant aux pays émergents, ces derniers continuent d'afficher une croissance vigoureuse avec, toutefois, un rythme de progression moins prononcé dû notamment au déploiement des mesures visant à tempérer les signes de surchauffe.

La stagnation de l'activité économique chez les pays développés est essentiellement imputable à la forte dégradation de la confiance, en ligne avec le prolongement des débats sur les ajustements budgétaires aux Etats-Unis, ainsi qu'avec l'amplification et la propagation de la crise de la dette souveraine au sein de la Zone euro.

Sur un autre plan, la demande privée tarde à prendre le relais des mesures de relance budgétaire, dans un contexte marqué par la détérioration du bilan des ménages, suite à la forte baisse des cours des actions et à l'atonie persistante du marché de l'immobilier et du travail.

En effet, et en dépit de la brève période d'amélioration enregistrée ces derniers mois, le

nombre de demandeurs d'emploi est reparti à la hausse et la durée moyenne de travail affiche un ratio largement en-dessous de son niveau d'avant crise. De leur côté, les établissements financiers restent significativement fragilisés par l'accentuation des turbulences financières comme en témoignent la volatilité excessive des cours des actions et le creusement significatif des écarts sur les taux d'obligations souveraines.

Dans ces conditions, la zone euro et les Etats-Unis ont réalisé, respectivement, des taux de croissance de 1,4% et de 1,6% durant le troisième trimestre de 2011, soit une quasi-stagnation par rapport aux taux réalisés durant le trimestre précédent.

En somme, malgré la conjonction de l'ensemble de ces facteurs contractionnistes, les économies des pays avancés ont continué à enregistrer des taux de croissance positifs grâce au maintien de la demande des pays émergents, à la poursuite de politiques monétaires accommodantes, ainsi qu'à la consolidation des mesures de soutien au secteur financier.

S'agissant des perspectives de croissance, les dernières prévisions du Fonds Monétaire International pour 2011 tablent sur une croissance de l'ordre de 1,5% et 1,6% respectivement pour les Etats-Unis et la zone euro. Concernant l'année 2012, ces taux se chiffrent à 1,8% et 1,1%.

Les risques à la baisse planant sur l'activité économique ont significativement augmenté durant les derniers mois. Il s'agit principalement

de craintes liées à la capacité des gouvernements à rétablir la viabilité des finances publiques, tout en préservant l'activité économique d'une seconde récession dont les conséquences peuvent être plus sévères. De plus, l'aggravation des tensions sur les marchés financiers peut fragiliser davantage les établissements financiers qui demeurent toujours vulnérables. Enfin, une baisse de la demande des pays avancés est de nature à impacter la croissance économique chez les pays émergents à travers le canal du commerce international, ce qui risque d'impacter par la suite les exportations des économies développées.

Au regard de ces évolutions, nous retenons dans le cadre du présent exercice de prévision des taux de croissance pondérés pour nos principaux partenaires commerciaux (Allemagne, Espagne, France, Italie et Royaume Unis) de l'ordre de 1,3% pour l'année en cours, 1,2% pour 2012 et 1,7% en 2013. Comparativement à celles présentées dans le RPM du mois de septembre (1,4% en 2011 et 2012), ces hypothèses ont été revues à la baisse en lien avec des perspectives économiques internationales moins favorables. À signaler que ce taux de croissance est calculé sur la base d'une moyenne pondérée par les parts respectives de ces pays dans notre commerce extérieur.

La tendance ascendante des prix à la consommation observée au premier semestre de cette année commence à se modérer en lien avec la détente des cours des matières premières qui, néanmoins, affichent toujours des niveaux relativement élevés par rapport à ceux observés en 2009 et au début de l'année 2010.

Dans ce contexte, l'inflation demeure élevée dans la Zone euro s'établissant aux alentours de 3% depuis le mois de septembre. Toutefois, la persistance d'importants écarts de production et le sous-emploi de la main d'œuvre devraient favoriser un retour à des taux proches de 2%. En effet, la BCE anticipe dans son bulletin du mois de novembre un taux d'inflation de l'ordre de 2,6% sur l'ensemble de l'année 2011 et de 1,8%

pour les années 2012 et 2013. À noter que ces chiffres n'ont pas connu de révision par rapport aux prévisions énoncées lors du dernier RPM.

Les risques pesant sur l'évolution de l'inflation demeurent équilibrés. En effet, les tensions inflationnistes provenant d'éventuelles majorations de la fiscalité indirecte et des prix administrés, en lien avec les plans de consolidation budgétaire, sont tempérées par les perspectives d'une croissance économique atone.

S'agissant de l'Euribor trois mois, le scénario central du présent exercice retient comme hypothèse un taux de 1,40% pour le quatrième trimestre de l'année en cours. Ce taux devrait diminuer progressivement pour se situer à une moyenne de 1,21% sur les deux semestres de 2012. Au premier trimestre de 2013, ce taux devrait s'établir à 1,29%.

Enfin, eu égard aux évolutions des cours des matières premières décrites précédemment, les prévisions des prix à l'importation hors énergie, incluses dans les modèles de prévision développés par Bank Al-Maghrib, font toujours état d'une décélération pour le dernier trimestre de l'année en cours suivie d'une quasi-stagnation en 2012.

### 6.1.2 Environnement national

Comparativement à l'exercice précédent, BAM a légèrement revu à la baisse ses prévisions de la croissance globale établies pour l'année 2011. Celles-ci seraient désormais comprises dans une fourchette allant de 4% à 5%, au lieu de 4,5% à 5,5% communiquée dans le RPM du mois de septembre. Cette légère décélération serait notamment imputable au recul de la demande étrangère adressée au Maroc dans le sillage du fléchissement du rythme de croissance des pays partenaires. Pour l'année 2012, les perspectives de croissance de l'économie nationale laissent globalement entrevoir la résilience de l'activité économique, bien que des risques à la baisse continueraient de se manifester en lien avec la dégradation de l'activité chez nos principaux



partenaires. La demande extérieure devrait ainsi maintenir son profil négatif et la croissance globale serait principalement déterminée par la dynamique de la demande intérieure.

Concernant la valeur ajoutée agricole, et en dépit du retard pluviométrique survenu en début de la campagne 2011-2012, celle-ci a été marquée par des conditions de démarrage favorables ayant notamment trait à la bonne répartition des précipitations. Elle devrait également bénéficier d'un certain nombre de dispositions programmées par le Ministère de l'Agriculture. Ces mesures concernent notamment la mobilisation de 1,3 million de quintaux de semences sélectionnées, l'approvisionnement d'engrais en quantités suffisantes et la mise en place d'un nouveau régime d'assurance agricole contre les principaux risques climatiques. Dans ces conditions, une production céréalière moyenne de 68 millions de quintaux a été retenue pour la présente campagne agricole ainsi que pour celle de 2012-2013.

Pour sa part, la croissance de la valeur ajoutée non agricole en 2012 devrait continuer de croître à un rythme comparable à celui enregistré durant ces deux dernières années. Cette progression serait liée à l'évolution relativement favorable des composantes de la demande privée. En effet, la consommation finale des ménages devrait se maintenir en lien avec les récentes augmentations salariales, la revalorisation du SMIG programmée en juillet 2012 ainsi que l'évolution modérée de l'inflation. Toutefois, cette tendance pourrait être altérée par la contraction de la demande extérieure qui devrait affecter le revenu des ménages (baisse des transferts des MRE et le niveau d'emploi dans les secteurs exposés). Parallèlement, l'investissement privé devrait rester dynamique comme en témoigne le raffermissement des importations en biens d'équipement en 2011.

En définitive, bien que le repli de l'activité mondiale pourrait ralentir la dynamique de la croissance au Maroc, celle-ci devrait rester soutenue par les éléments de la demande intérieure.

S'agissant du marché du travail, les données relatives au troisième trimestre de 2011 indiquent une légère hausse du taux de chômage national de 0,1% comparativement à la même période de l'année passée. Cette quasi-stagnation est due à une évolution contrastée selon le milieu de résidence. En effet, le taux de chômage rural a progressé de 3,8% à 4,1%, tandis que le taux de chômage urbain a accusé une baisse de 0,3% passant de 13,8% à 13,5%. Ainsi, les principales créations d'emploi ont été observées dans les secteurs des services, de l'industrie et de l'agriculture, forêt et pêche qui ont généré, dans l'ordre, 152.000, 21.000 et 14.000 nouveaux postes. En revanche, le secteur du BTP, qui constitue le principal pourvoyeur d'emplois au niveau national, a enregistré une perte de 6.000 emplois.

Selon l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib, les industriels prévoient pour le quatrième trimestre de l'année en cours une stagnation de l'effectif employé dans les industries chimiques et parachimiques et les industries mécaniques et métallurgiques. Néanmoins, une augmentation de l'emploi est attendue dans les autres branches. Ces conditions ne devraient toutefois pas peser sur l'évolution future des salaires. Par conséquent, l'hypothèse centrale retient un niveau de SMIG de l'ordre de 11,70 Dh/heure sur les trois premiers trimestres de l'horizon de prévision et de 12,24 Dh/heure à partir du quatrième trimestre, comme souligné dans l'exercice précédent.

Enfin, compte tenu des perspectives atones de la croissance mondiale, le FMI a revu à la baisse, dans son rapport du mois de septembre, ses prévisions relatives au prix du baril de pétrole. Ainsi, il devrait se situer à un niveau moyen de 103,2 dollars en 2011 et de 100 dollars en 2012. De même, la Banque Mondiale table sur des cours du baril de l'ordre de 103,2 dollars en 2011 et de 94,7 dollars en 2012, en baisse par rapport aux prévisions précédentes.

Ainsi, dans un contexte d'atténuation des prix des matières premières, l'hypothèse du maintien

du prix du gasoil à la pompe à 7,15 DH est retenue dans le cadre du scénario central de prévision.

## 6.2 Prévision d'inflation et balance des risques

Dans l'hypothèse de la non-matérialisation des principaux risques décrits ci-dessous, la prévision centrale à l'horizon des six prochains trimestres devrait se situer à 1,4%, soit un niveau inférieur au taux moyen prévu dans le cadre du dernier RPM qui s'établissait à 2%. La prévision de l'inflation pour l'année 2011 fait ressortir un taux moyen de l'ordre de 1%, soit un niveau inférieur à 1,3% prévu dans l'exercice précédent.

La prévision de l'inflation au cours du quatrième trimestre de l'année 2011 devrait se situer autour de 0,5%, au lieu de 1,7% communiqué lors du RPM du trimestre précédent. De même, l'inflation au premier semestre de l'année 2012 devrait s'établir à un niveau de 1,4% au lieu de 2,3%. Quant au deuxième semestre, les estimations tablent sur un taux moyen de 1,6% au lieu de 1,8%. Enfin, le taux d'inflation prévu pour le premier trimestre de 2013 est de l'ordre de 2,1% (voir Tableau 6.1).

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

Le fan chart de cet exercice de prévision laisse entrevoir une légère asymétrie vers le bas, impliquant une probabilité de déviation de l'inflation vers un niveau inférieur à celui de la prévision centrale. Cette asymétrie découle de

risques désinflationnistes potentiels liés à une détente des pressions sur les prix à l'importation. En effet, une baisse plus accentuée des cours des matières premières peut influencer l'évolution future de nos prix à l'importation. De même, une contraction plus prononcée qu'anticipé de la demande étrangère adressée au Maroc pourrait tempérer l'évolution des prix.

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.

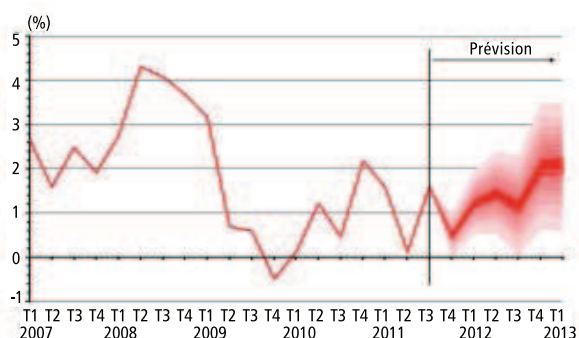
Tableau 6.1 : Prévision de l'inflation pour 2011 T4 – 2013 T1

	2011		2012		2013		Moyenne		HP*
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	2011	2012	
<b>Prévision centrale (%)</b>	0,5	1,2	1,5	1,2	2,1	2,1	1,0	1,5	1,4

(Données trimestrielles, en glissement annuel)

\*(HP) Horizon de prévision

Graphique 6.1 : Projections de l'inflation 2011 T4 - 2013 T1 (Données trimestrielles, en glissement annuel)



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



بنك المغرب  
بنك المغرب

Dépôt légal : 2007/0033

**BANK AL-MAGRIB**

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

Tél. :(212) 5 37 57 41 04 / 05

Fax :(212) 5 37 57 41 11

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

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

بنك المغرب