



◆ RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE ◆

N° 16 / 2010

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 21 septembre 2010





Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrrib
du 21 septembre 2010

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

Liste des graphiques, des tableaux et des encadrés	5
Communiqué de presse	9
Aperçu général	11
1. Orientation de l'offre et de la demande globale	13
1.1 Production	13
1.2 Consommation	17
1.3 Investissement	18
1.4 Commerce extérieur	19
2. Pressions sur les capacités de production et marché du travail	21
2.1 Tensions sur les capacités de production	21
2.2 Tensions sur le marché du travail	23
3. Environnement international et prix à l'importation	26
3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde	26
3.2 Inflation dans le monde	29
3.3 Prix du pétrole	32
3.4 Prix des matières premières hors énergie	33
3.5 Indice des valeurs unitaires à l'importation du Maroc	34
4. Conditions monétaires et prix des actifs	36
4.1 Conditions monétaires	36
4.2 Prix des actifs	44
5. Evolution récente de l'inflation	47
5.1 Evolution de l'inflation	47
5.2 Biens échangeables et biens non échangeables	48
5.3 Biens et services	49
5.4 Indice des prix à la production industrielle	50
5.5 Anticipations d'inflation	51
6. Perspectives de l'inflation	52
6.1 Hypothèses du Scénario de base	52
6.2 Prévision d'inflation et balance des risques	55

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique E1.1	: Solde budgétaire cumulé de fin de mois	14
Graphique 1.1	: Projections de la croissance T2 2010-T2 2011	15
Graphique 1.2	: Evolution du produit intérieur brut, de la valeur ajoutée agricole et non agricole.....	15
Graphique 1.3	: Contributions en points de pourcentage des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance de la valeur ajoutée globale	15
Graphique 1.6	: Production industrielle passée et prévue	16
Graphique 1.5	: Evolution de la valeur ajoutée du BTP, des ventes trimestrielles de ciments et des crédits au secteur BTP	16
Graphique 1.4	: Evolution des valeurs ajoutées	16
Graphique 1.7	: Contributions des branches d'activités à la croissance globale.....	17
Graphique 1.8	: Evolution trimestrielle de la consommation finale des ménages, des crédits à la consommation, et des recettes voyages.....	17
Graphique 1.9	: Evolution en volume de la consommation finale des ménages.....	17
Graphique 1.10	: Evolution trimestrielle de la formation brute de capital fixe, de la valeur ajoutée non agricole, et des crédits à l'équipement	18
Graphique 1.11	: Evolution en volume de l'investissement	18
Graphique 1.12	: Evolution du climat général des affaires et des dépenses d'investissement.....	18
Graphique 1.13	: Evolution du total des exportations et des exportations hors phosphates	19
Graphique 1.14	: Evolution du total des importations et des importations hors énergie	19
Graphique 2.1	: Output-gap non agricole.....	21
Graphique 2.2	: Output-gap non agricole et inflation sous-jacente.....	21
Graphique 2.3	: Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie.....	22
Graphique 2.4	: Productivité apparente du travail	22
Graphique 2.5	: Evolution des composantes du coût unitaire de production par secteur	22
Graphique 2.6	: Croissance non agricole et chômage urbain, T1 2001 - T2 2010	23
Graphique 2.7	: Taux de chômage en milieu urbain.....	23
Graphique 2.8	: Evolution de la structure du chômage par sexe, âge et diplôme	24
Graphique 2.9	: Effectif employé selon les secteurs d'activité	24
Graphique 2.10	: Coût unitaire du travail relatif et productivité apparente du travail (T1 1998-T2 2010).....	24
Graphique 2.11	: Augmentation des coûts unitaires de la main-d'oeuvre du secteur manufacturier marocain par rapport à d'autres pays, 2009T2-2010T2.....	25
Graphique 2.12	: Variation de l'indice des salaires moyen dans le secteur privé en termes nominal et réel	25
Graphique 2.13	: SMIG en termes nominal et réel.....	25
Graphique 3.1	: Evolution du spread OIS-LIBOR	26
Graphique 3.2	: Evolution du TED spread.....	27
Graphique 3.3	: Evolution des taux de rendements des obligations d'Etat à 10 ans dans la zone euro	27
Graphique 3.4	: Evolution des CDS dans les pays périphériques de la zone euro	27
Graphique 3.5	: Evolution des CDS dans les pays émergents (Brésil, Russie, Inde, Chine) et au Maroc	28
Graphique 3.6	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées	28
Graphique 3.7	: Evolution de l'indice MSCI EM et du MASI.....	28
Graphique 3.8	: Evolution du crédit aux Etats-Unis, dans la zone euro et au Maroc.....	29
Graphique 3.9	: Evolution du PIB dans le monde, dans la zone euro et les pays partenaires	30
Graphique 3.10	: Evolution du PIB dans les pays émergents (Brésil, Russie, Inde, Chine) et au Maroc	30
Graphique 3.11	: Output-gap des principaux pays partenaires.....	30
Graphique 3.12	: Indicateur composite avancé pondéré des pays partenaires	31
Graphique 3.13	: Evolution du taux de variation du chômage pondéré des pays partenaires et du taux de croissance des transferts des MRE	31
Graphique 3.14	: Cours mondial du pétrole (Brent).....	32

Graphique 3.15	: Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie.....	32
Graphique 3.16	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés.....	33
Graphique 3.17	: Perspectives d'évolution des indices des prix des matières premières.....	33
Graphique 3.18	: Indice des prix à l'import hors énergie.....	33
Graphique 3.19	: Indice des prix à l'import des produits alimentaires.....	34
Graphique 3.20	: Indice des prix à l'import des produits miniers.....	34
Graphique 3.21	: Indice des prix à l'import des demi-produits.....	34
Graphique 3.22	: Evolution de l'indice des prix des matières premières mondial et de l'IPM hors énergie national.....	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 4.2	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché des valeurs du Trésor.....	37
Graphique E 4.1.2	: Position de liquidité et TMP du marché monétaire interbancaire.....	37
Graphique E 4.1.3	: Variation des réserves obligatoires.....	38
Graphique E 4.1.5	: Interventions de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire.....	38
Graphique E 4.1.4	: Evolution de l'effet des facteurs de liquidité.....	38
Graphique E 4.1.6	: Evolution de la moyenne et de l'écart-type du TMP du marché interbancaire.....	38
Graphique 4.3	: Evolution des taux débiteurs.....	39
Graphique 4.4	: Evolution du taux interbancaire et des taux débiteurs.....	39
Graphique 4.5	: Croissance de M3 et sa tendance.....	39
Graphique 4.6	: Excédent monétaire (en % de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en termes réels).....	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 agents non financiers à la croissance du total des dépôts.....	40
Graphique 4.10	: Croissance du crédit et sa tendance.....	40
Graphique E 4.2.1	: Evolution de M3.....	41
Graphique E 4.2.3	: Evolution de l'excédent monétaire en termes réels.....	41
Graphique E 4.2.2	: Evolution du crédit.....	41
Graphique E 4.2.4	: Masse monétaire retardée de 4 trimestres et taux d'inflation.....	41
Graphique 4.11	: Contribution des agents non financiers à la croissance du crédit.....	42
Graphique 4.12	: Croissance annuelle des principales catégories du crédit.....	42
Graphique 4.13	: Contribution des différentes catégories à la croissance annuelle du crédit.....	42
Graphique 4.14	: Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets.....	42
Graphique 4.15	: Evolution trimestrielle de l'encours des créances nettes sur l'administration centrale.....	43
Graphique 4.16	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme.....	43
Graphique 4.17	: Evolution des agrégats PL1 et PL2.....	43
Graphique 4.18	: Croissance annuelle de PL4 et du Masi.....	43
Graphique 4.19	: Taux de change du dirham.....	44
Graphique 4.20	: Taux de change effectif.....	44
Graphique 4.21	: Indice des prix des actifs immobiliers en Espagne, au Royaume-Uni, en France et au Maroc.....	44
Graphique 4.22	: Indice des prix des actifs immobiliers.....	44
Graphique 4.23	: Indice des prix des actifs immobiliers et crédits à l'habitat.....	45
Graphique 4.24	: Indice des prix des actifs immobiliers et indice boursier du secteur immobilier.....	45
Graphique 4.25	: Indices boursiers.....	45
Graphique 4.26	: Valorisation du marché boursier au Maroc et dans certains pays émergents à fin juin 2010.....	46
Graphique 4.27	: Evolution des indices sectoriels.....	46
Graphique 5.1	: Inflation et inflation sous-jacente,.....	47
Graphique 5.2	: Contributions des principales composantes à l'inflation.....	47
Graphique 5.3	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables.....	48
Graphique 5.4	: Contribution des échangeables et des non échangeables à l'inflation.....	49
Graphique 5.5	: Evolution des prix des produits échangeables et non échangeables hors produits	

	alimentaires volatils et réglementés	49
Graphique 5.6	: Evolution de l'inflation des biens échangeables hors produits volatils et réglementés et celle des partenaires commerciaux.....	50
Graphique 5.7	: Contributions des prix des biens et services à l'inflation	50
Graphique 5.8	: Evolution des indices des prix à la production industrielle	50
Graphique 5.9	: Contributions des principales rubriques à l'indice des prix à la production manufacturière	51
Graphique 5.10	: Evolution des prix des produits alimentaires au Maroc et sur les marchés internationaux	51
Graphique 5.11	: Perception de l'inflation selon les chefs des entreprises pour les trois prochains mois	51
Graphique 5.12	: Evolution des prix des produits industriels et pronostics des entreprises.....	51
Graphique 6.1	: Projections de l'inflation 2010 T3 - 2011 T4.....	56

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1	: Evolution du PIB trimestriel aux prix chaînés	13
Tableau 1.2	: Evolution de la balance commerciale à fin juillet 2010.....	19
Tableau 2.1	: Indicateurs trimestriels d'activités et de chômage par milieu de résidence.....	23
Tableau 3.1	: Evolution de la croissance dans le monde.....	29
Tableau 3.2	: Evolution de la croissance trimestrielle	29
Tableau 3.3	: Evolution récente de l'inflation dans le monde,	31
Tableau 3.4	: Prévisions du prix actuel du pétrole (Brent) sur le marché des futures (en dollars US).....	32
Tableau 3.5	: Evolution des futures et des prévisions de blé par	33
Tableau 4.1	: Evolution des taux de rendement des bons du Trésor sur le marché primaire.....	36
Tableau 4.2	: Taux créditeurs (placements à terme).....	37
Tableau E2.1	: Test de causalité de Granger entre M3 (en glissement annuel) et l'inflation	41
Tableau 4.3	: Valorisation du marché des actions.....	45
Tableau 5.1	: Inflation et ses composantes	48
Tableau 5.2	: Prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur	48
Tableau 5.3	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables.....	49
Tableau 5.4	: Indices des prix des biens échangeables et non échangeables hors produits volatils et réglementés	49
Tableau 5.5	: Indices des prix des biens et services	50
Tableau 6.1	: Prévision de l'inflation pour 2010 T3 – 2011 T4	56

LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 1.1	: Evolution de l'exécution du budget 2010 à fin juillet	14
Encadré 4.1	: Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire	37
Encadré 4.2	: Impact de la réforme des statistiques monétaires	41

بنك المغرب
بنك المغرب

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 21 septembre 2010

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu sa réunion trimestrielle le mardi 21 septembre 2010.
2. Le Conseil a examiné l'évolution récente de la situation économique, monétaire et financière, ainsi que les prévisions d'inflation établies par les services de la Banque à l'horizon du quatrième trimestre 2011.
3. Le Conseil a noté, qu'en cohérence avec les dernières prévisions de Bank Al-Maghrib, l'inflation est restée modérée, du fait de l'absence de pressions significatives émanant de la demande interne et du niveau bas de l'inflation chez les principaux partenaires extérieurs. Elle est en effet revenue de 1,1% en juillet à 0,6% en août 2010, en glissement annuel. Parallèlement, l'inflation sous-jacente, qui reflète la tendance fondamentale des prix, après s'être établie à 0% depuis fin 2009, s'est stabilisée autour de 0,4% au cours des quatre derniers mois. Les prix à la production industrielle, dont les évolutions dépendent des cours sur les marchés internationaux, ont augmenté de 6,4% en juillet, après 7,5% en juin et 11,6% en mai.
4. Au niveau international, les incertitudes persistent, liées aux conditions encore contraignantes d'octroi du crédit et au niveau élevé du chômage dans les économies avancées. Cette évolution continue de peser sur les perspectives de consolidation de la reprise de l'économie internationale.
5. Au niveau national, les derniers indicateurs conjoncturels disponibles confirment le redressement de la croissance des activités non agricoles, entamée au quatrième trimestre 2009. Ainsi, en dépit du recul prévisible de la valeur ajoutée agricole, la croissance globale se situerait près de 4% pour l'ensemble de l'année 2010 et l'output gap non agricole, plus pertinent pour l'analyse des pressions inflationnistes, devrait enregistrer des valeurs légèrement positives.
6. L'analyse des conditions monétaires à fin juillet 2010 montre la poursuite de la croissance modérée de M3, avec un rythme de 6,3% en glissement annuel, après 6,5% en moyenne au cours du deuxième trimestre 2010. Dans ces conditions, l'excédent monétaire se maintient à un niveau quasiment nul. Pour sa part, le rythme de progression du crédit bancaire, bien qu'en ralentissement, demeure soutenu à 11,6%.
7. Sur la base de ces éléments, la prévision centrale de l'inflation demeure proche de celle publiée en juin dernier. En moyenne, l'inflation devrait être de l'ordre de 1% en 2010 et avoisiner 2% sur l'horizon de prévision de six trimestres. Au terme de cet horizon, soit le

quatrième trimestre 2011, elle serait également proche de 2%. Pour sa part, l'inflation sous-jacente devrait rester modérée, ne dépassant pas 2%.

8. Dans ce contexte, marqué par une balance de risques légèrement orientée à la hausse, en liaison essentiellement avec les perspectives d'évolution des prix à l'importation, ainsi qu'une prévision centrale de l'inflation en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, le Conseil a décidé de maintenir le taux directeur à 3,25%.

APERÇU GÉNÉRAL

En cohérence avec les dernières prévisions de Bank Al-Maghrib publiées dans le rapport sur la politique monétaire au titre du deuxième trimestre 2010, l'inflation est restée modérée, du fait de l'absence de pressions significatives émanant de la demande et du niveau bas de l'inflation chez nos principaux partenaires commerciaux. En effet, l'inflation annuelle est revenue de 1,9% en juin à 1,1% en juillet, tandis que l'inflation sous-jacente, qui traduit la tendance fondamentale des prix, s'est stabilisée autour de 0,4% entre le deuxième trimestre et le mois de juillet. L'indice des prix à la production industrielle a, pour sa part, marqué un ralentissement de son rythme d'accroissement, revenu à 6,4% en juillet après 7,5% en juin et 11,6% en mai.

Au plan international, l'atténuation des craintes relatives à l'évolution de la dette souveraine et les levées de fonds réussies d'un certain nombre de pays ont contribué au recul des tensions sur les marchés financiers européens. La normalisation des conditions financières reste, toutefois, limitée et accompagnée d'une forte aversion au risque de la part des investisseurs. En outre, les tensions persistent sur les marchés interbancaires et les conditions d'octroi de crédit demeurent largement contraignantes, ce qui risque d'entraver la reprise, déjà vulnérable, de l'économie mondiale.

Parallèlement, les indicateurs relatifs à l'économie réelle des pays avancés font ressortir jusqu'à fin juillet des évolutions différenciées selon les pays. Au moment où les Etats-Unis enregistrent une croissance plus modérée, la zone euro a, quant à elle, connu une accélération de la croissance, à la faveur essentiellement du rebond du PIB en Allemagne. Les données disponibles font ressortir des révisions à la hausse de la croissance pour l'année 2010 dans les principales économies émergentes et avancées.

Dans le contexte actuel de redressement des cours des matières premières, en particulier ceux du pétrole et des produits agricoles, l'inflation à l'échelle mondiale a marqué en juillet 2010 une nouvelle accélération en glissement annuel. Elle devrait rester modérée à court terme dans les pays avancés, en raison des perspectives de croissance encore modestes, de la persistance du faible niveau d'utilisation des capacités de production et de la faible progression du crédit.

Au niveau national, la consolidation graduelle de la demande étrangère et l'amélioration de la demande intérieure ont contribué au maintien de la croissance des activités non agricoles à des rythmes nettement supérieurs à ceux observés en 2009. En effet, en dépit d'un recul de 8,6% de la valeur ajoutée agricole, la progression du PIB global s'est établie à 3,5% au premier trimestre et devrait dépasser 4% aux deuxième et troisième trimestres. Pour l'ensemble de l'année, la prévision de la croissance globale a été maintenue entre 3% et 4%, recouvrant une légère révision à la hausse de la croissance non agricole et une baisse plus importante de la valeur ajoutée agricole. Dans ces conditions, l'output gap non agricole, plus pertinent pour l'analyse des pressions inflationnistes, a affiché une valeur légèrement positive au cours du deuxième trimestre 2010, et devrait se maintenir proche de ce niveau.

Pour leur part, les données monétaires laissent apparaître un léger ralentissement de la progression annuelle de l'agrégat M3, revenue à 6,3% en juillet au lieu de 6,5% au deuxième trimestre. En conséquence, l'excédent monétaire s'est maintenu à un niveau quasi nul. Dans le même temps, l'accroissement annuel du crédit, bien qu'en ralentissement par rapport aux rythmes de 13,4%

et 13,8% enregistrés respectivement au deuxième trimestre et durant le premier semestre de l'année, demeure soutenu à 11,6%. S'agissant des taux débiteurs, les données de l'enquête de Bank Al Maghrib relatives au deuxième trimestre 2010 font ressortir une diminution du taux moyen pondéré, revenu de 6,65% à 6,36%, en liaison essentiellement avec la baisse des taux d'intérêt appliqués aux crédits à l'équipement et aux facilités de trésorerie. Pour ce qui est des prix des actifs immobiliers, les dernières données disponibles indiquent une hausse de l'indice au deuxième trimestre 2010, après la baisse observée au premier trimestre. Quant aux prix des actifs financiers, l'indice MASI a enregistré un accroissement de 3,1% au deuxième trimestre 2010, avant d'accuser une baisse de 0,3% entre juillet et août.

Sur la base de tous ces éléments et des hypothèses les plus probables concernant les différents déterminants de l'inflation, la prévision centrale à l'horizon des six prochains trimestres n'a pas connu de révision significative. Ainsi, l'inflation devrait rester globalement en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, avoisinant 2% en moyenne à l'horizon de six trimestres et au terme de cet horizon de prévision, soit le quatrième trimestre 2011. L'inflation sous-jacente devrait, quant à elle, rester inférieure à 2%. La balance des risques entourant la prévision centrale est légèrement orientée à la hausse, en liaison principalement avec les perspectives d'évolution des prix à l'importation.

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

Les derniers indicateurs de la conjoncture économique indiquent une consolidation du redressement des activités non agricoles ainsi que la baisse de la valeur ajoutée du secteur primaire. L'amélioration lente mais continue de la demande étrangère ainsi que la bonne orientation de la demande intérieure, tirée par un dynamisme accru de la consommation des ménages avec une reprise de l'investissement privé, se sont traduites par le maintien de la croissance des activités secondaires et tertiaires à des rythmes nettement supérieurs à ceux observés en 2009. Ainsi, en dépit d'un recul de 8,6% de la valeur ajoutée agricole, la progression du PIB global s'est établie à 3,5% au premier trimestre et devrait dépasser 4% au deuxième et troisième trimestres, à la lumière de l'évolution des indicateurs mensuels disponibles à fin juillet. Comparativement aux dernières prévisions parues dans le cadre du Rapport sur la politique monétaire de juin, la prévision de la croissance non agricole pour l'ensemble de l'année 2010 a été légèrement revue à la hausse, pour s'établir dans une fourchette comprise entre 4,5% et 5,5%. Toutefois, compte tenu d'une baisse plus importante que prévu de la valeur ajoutée agricole, la prévision de la croissance globale a été maintenue entre 3% et 4%.

1.1 Production

Sur la base des comptes nationaux publiés par le Haut commissariat au plan, la croissance nationale s'est établie à 4,9% en 2009, avec une progression limitée à 1% des activités non agricoles et une expansion de 30,6% de la valeur ajoutée agricole. En fréquence trimestrielle, les dernières actualisations indiquent une baisse de 2,2% des activités non agricoles au premier trimestre 2009, suivie par un redressement progressif au deuxième et troisième trimestres et un net ajustement à la hausse représenté par une croissance de 5,4% au quatrième trimestre.

En 2010, la croissance nationale serait marquée par un recul de la valeur ajoutée agricole, plus prononcé que celui prévu dans le cadre du dernier Rapport sur la politique monétaire et par une amélioration des perspectives de la croissance non agricole, soit dans une fourchette de 4,5% à 5,5%. Globalement, l'évolution de la croissance nationale devrait se maintenir entre 3% et 4%.

Au niveau sectoriel, la production céréalière au titre de la campagne agricole 2009-2010 a atteint 74,6 millions de quintaux, en baisse

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		
	TI	TII	TIII	TIV	TI	TII (P)	TIII (P)
Agriculture	30,7	31,2	29,4	31,1	-8,6	-8,9	-8,9
VA non agricole	-2,2	0,1	0,9	5,4	5,6	4,5	4,8
Industrie extractive	-46,8	-31,0	-21,9	14,0	107,9	80,8	92,3
Industrie de transformation	-1,5	-1,0	-0,1	3,3	1,6	1,4	1,4
Electricité et eau	6,2	2,3	3,3	2,2	6,7	6,5	6,0
Bâtiment et travaux publics	2,6	3,9	1,0	6,1	2,9	4,3	5,5
Commerce	3,1	2,7	3,0	5,3	1,6	1,9	2,2
Hôtels et restaurants	-5,8	-2,0	0,1	2,9	6,7	4,3	4,1
Transports	1,5	2,6	2,3	4,9	0,1	0,9	1,2
Postes et télécommunications	2,8	3,3	3,9	1,1	1,9	2,1	2,7
Administration publique générale et sécurité sociale	7,7	7,7	7,6	7,6	3,4	3,4	3,3
Autres services*	3,5	3,7	3,5	4,0	4,1	4,0	4,0
Impôts sur les produits nets des subventions	4,0	3,1	6,5	5,1	4,1	3,6	3,8
PIB hors agriculture	-1,5	0,4	1,5	5,4	5,4	4,4	4,7
Produit intérieur brut	2,2	4,2	4,9	8,6	3,5	4,2	4,2

(*) 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

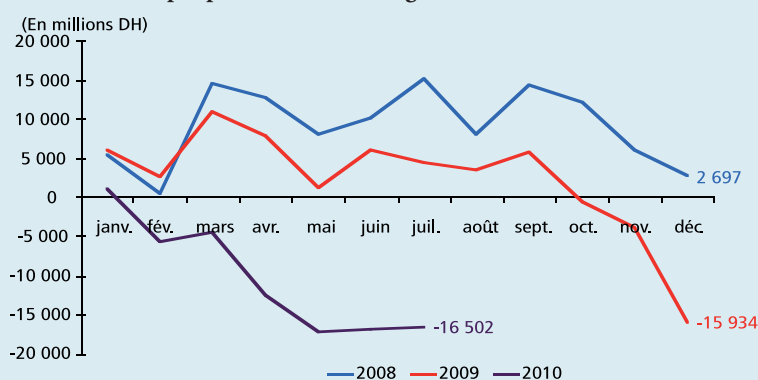
Encadré 1.1: Evolution de l'exécution du budget 2010 à fin juillet

A fin juillet 2010, l'exécution du budget s'est soldée par un déficit de 16,5 milliards de dirhams, contre 16,8 milliards à fin juin 2010 et 4,8 milliards d'excédent à l'issue de la même période de 2009. Cette situation est le résultat de l'expansion des dépenses de compensation de 9,6 milliards et du léger recul des rentrées fiscales.

Les recettes fiscales, chiffrées à 103,5 milliards ont reculé de 413 millions comparativement à fin juillet 2009, recouvrant ainsi une baisse de 17,7% des produits des impôts directs et un accroissement de 14,5% des impôts indirects, les autres recettes fiscales ayant été en hausse. La plus importante baisse a concerné l'impôt sur les sociétés dont les recettes ont reculé de 22% pour s'établir à 21,6 milliards. En revanche, la taxe sur la valeur ajoutée, d'un montant de 39,7 milliards, a augmenté de 5,8 milliards par rapport à la même période de l'année précédente, en liaison principalement avec la hausse de 21,2% de la TVA sur les importations. Il en va de même pour les produits des droits de douane et des droits d'enregistrement et de timbre qui se sont accrus de 11,4% et de 4,9% respectivement comparativement à l'année précédente, au moment où les recettes non fiscales sont en repli de 2,8%.

En regard, les dépenses ordinaires, chiffrées à 97,2 milliards, ont progressé de 15,3%, suite à l'expansion des charges de compensation qui se sont établies à 15,1 milliards au lieu de 5,5 milliards un an auparavant, ainsi que de celles de fonctionnement de 3,6 milliards. Par ailleurs, les dépenses d'équipement ont accusé une baisse de 6,4% pour revenir à 28 milliards, montant couvert à près de 65% par une épargne publique de 18,3 milliards au lieu de 31,8 milliards à la même date de l'année précédente.

Graphique E1.1 : Solde budgétaire cumulé de fin de mois



Source : Ministère de l'Economie et des Finances

Dans ces conditions, et compte tenu d'un solde négatif des comptes spéciaux du Trésor de 6,8 milliards de dirhams et d'une constitution d'arriérés de 1,4 million, le déficit de caisse s'est établi à 16,5 milliards contre un excédent de près de 5 milliards à fin juillet 2009. La couverture de ce besoin s'est effectuée à hauteur de 67% par le recours au financement intérieur, exclusivement non monétaire, celui monétaire ayant été en baisse suite à l'amélioration de la position nette du Trésor vis-à-vis de Bank Al-Maghrib de près de 2 milliards et au recul de ses engagements envers les autres institutions de dépôt. Le reste du besoin a été couvert par un flux net extérieur de près de 5 milliards.

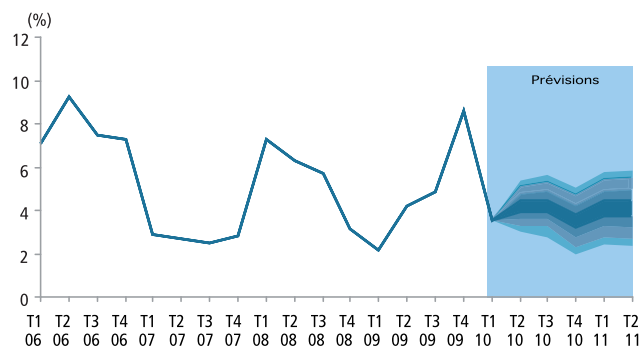
d'environ 26,6% par rapport aux réalisations de la campagne précédente ; en ligne avec les estimations de la Banque établies sur la base des données arrêtées au 20 mai 2010 (voir Encadré 1.1, RPM Juin 2010). Ainsi, le repli enregistré au premier trimestre de la valeur ajoutée agricole devrait se confirmer davantage au cours des prochains trimestres, comme en témoigne la baisse à fin juin d'un quart de point de la commercialisation des céréales et l'augmentation de 71% des importations. Par ailleurs, les récoltes prévisionnelles des productions végétales se situeraient à des niveaux satisfaisants et l'état du couvert végétal, propice à l'activité de l'élevage, est jugé bon à la faveur de l'abondance des précipitations.

Parallèlement à l'amélioration progressive de la demande étrangère et au maintien de la bonne orientation des composantes de la demande intérieure, les activités non agricoles devraient poursuivre le redressement entamé au deuxième trimestre 2009 et ce, malgré un léger ralentissement au cours des prochains trimestres, imputable principalement à la dissipation des effets de base qui avaient porté la croissance de ces activités à un rythme de 5,6% au premier trimestre 2010.

S'agissant de l'activité de la pêche, le volume des débarquements de la pêche côtière et artisanale, à fin juillet 2010, a progressé de 16%. Cette évolution recouvre une hausse de 18% des prises de poisson pélagique et une baisse respectivement de 2% et de 19% de poisson blanc ainsi que de céphalopodes et de crustacés, la valeur correspondante s'étant en revanche améliorée de 4%.

Au deuxième trimestre 2010, le secteur secondaire aurait contribué de 3,4 points de pourcentage à la croissance globale, contre une contribution négative un an auparavant. Le redressement de ce secteur est attribuable

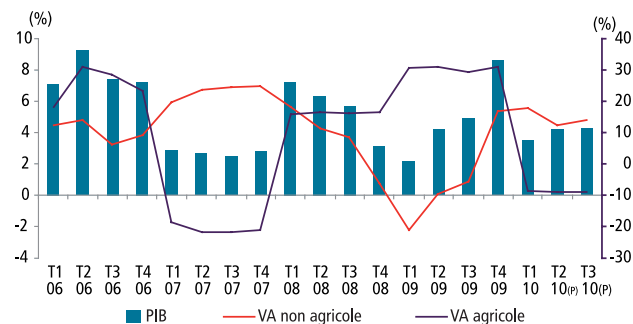
Graphique 1.1 : Projections de la croissance T2 2010-T2 2011*



(* Eventails en fonction de l'écart type

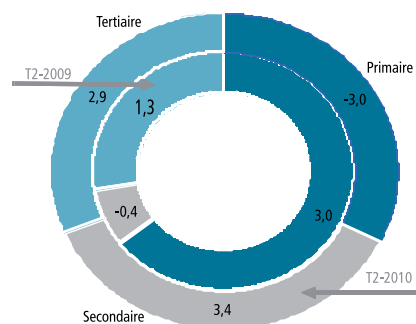
Sources : HCP, estimations et prévisions de BAM

Graphique 1.2 : Evolution du produit intérieur brut, de la valeur ajoutée agricole et non agricole



Sources : HCP et prévisions de BAM

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



Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM

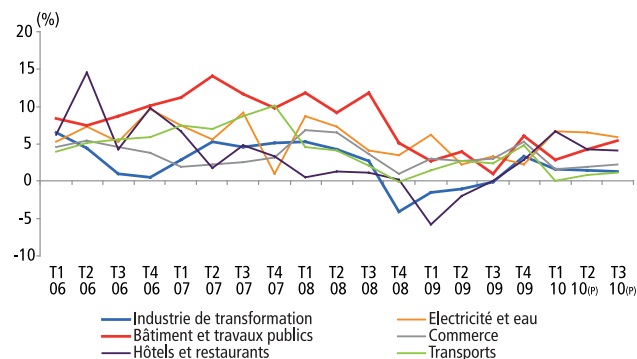
principalement à l'amélioration de l'industrie extractive, en liaison avec la progression de la production de phosphate de 92,1% à fin juin 2010, elle-même tirée en partie par la nette reprise de la demande des produits phosphatés sur le marché international.

Fortement impactée par le recul de la demande extérieure durant plusieurs trimestres, la valeur ajoutée de l'industrie de transformation devrait poursuivre son amélioration entamée au quatrième trimestre 2009, avec toutefois un ralentissement de son rythme de croissance à 1,4% au deuxième et troisième trimestres 2010. Cette évolution recouvre une hausse modérée de l'industrie hors raffinage et une atténuation progressive de la baisse des activités de raffinage de pétrole. Ces évolutions estimées sont corroborées par les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie relatifs au mois de juillet, qui indiquent un développement de la production dans l'ensemble des branches ainsi que des perspectives globalement favorables pour les prochains mois.

La branche « électricité et eau » devrait enregistrer une croissance de plus de 6% au cours du deuxième trimestre, à la faveur d'une hausse de 11,8% de la production nette de l'Office national de l'électricité.

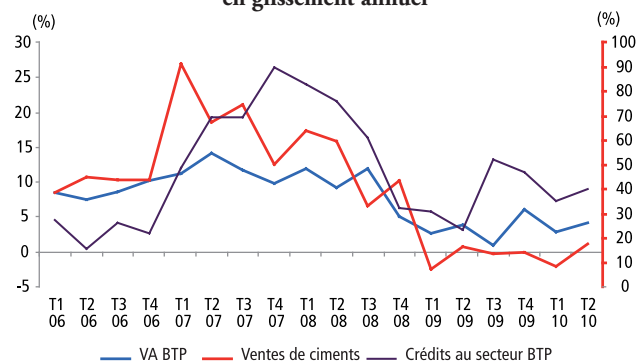
Pour sa part, le secteur du BTP devrait connaître une amélioration de son rythme d'évolution comparativement à 2009. Sa croissance serait comprise entre 4% et 5,5% au deuxième et troisième trimestres 2010 contre 2,9% au premier trimestre. Les activités de construction, en particulier, devraient s'ajuster à la hausse après le ralentissement observé durant les trois premiers mois de l'année, occasionné par les intempéries. A fin juin, les indicateurs du secteur tels que les ventes de ciments et les crédits au secteur BTP, affichent une bonne orientation.

Graphique 1.4 : Evolution des valeurs ajoutées, en glissement annuel



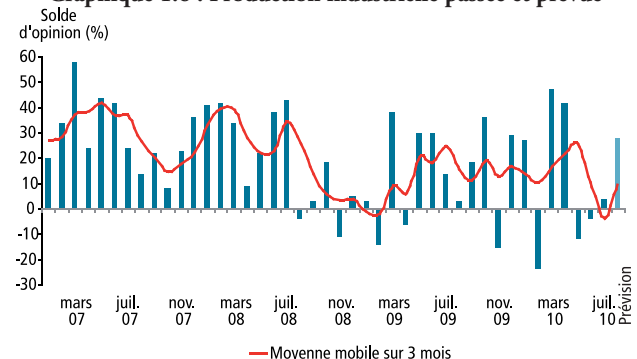
Sources : HCP et prévisions BAM

Graphique 1.5 : Evolution de la valeur ajoutée du BTP, des ventes trimestrielles de ciments et des crédits au secteur BTP, en glissement annuel



Sources : APC et prévisions BAM

Graphique 1.6 : Production industrielle passée et prévue



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

Au niveau des services, l'amélioration de la conjoncture économique internationale et nationale a eu un impact positif sur la plupart des branches. Ainsi, la valeur ajoutée du secteur devrait croître aux alentours de 3% au deuxième trimestre, contribuant de 0,9 point de pourcentage à la croissance globale.

S'agissant de l'activité touristique, les principaux indicateurs ont été orientés à la hausse à fin juillet. Le flux de touristes et les nuitées déclarées par les unités classées ont ainsi progressé respectivement de 10% et de 12% et les recettes voyages ont augmenté de 6,9%.

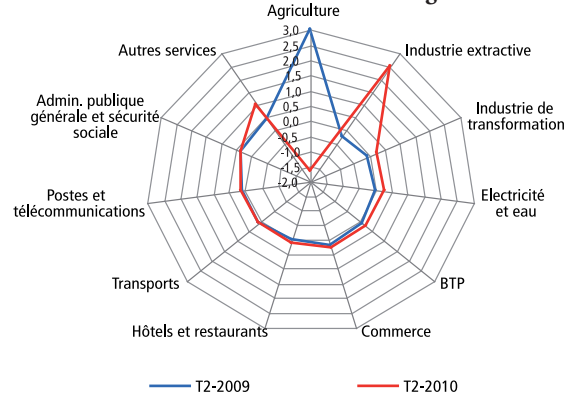
La valeur ajoutée du transport devrait connaître une progression modérée au deuxième trimestre 2010, l'effet de la reprise des activités non agricoles étant atténué par la baisse de la valeur ajoutée agricole. Les recettes au titre des services de transport ont augmenté de 3,3% à fin juillet 2010. De même, le commerce devrait croître à un rythme inférieur à 2% au cours du deuxième et du troisième trimestre 2010.

1.2 Consommation

Sur la base des comptes nationaux de 2009, la consommation finale nationale a marqué une croissance réelle de 5,5% contre 5,8% en 2008, en dépit des effets défavorables de la crise économique mondiale. Cette performance est attribuable à l'expansion de 11,2% de la consommation publique contre 4,8% en 2008, mais également à la résilience de la consommation des ménages qui, bien qu'en ralentissement notable, a enregistré une croissance de 4%, après celle de 6% observée en 2008.

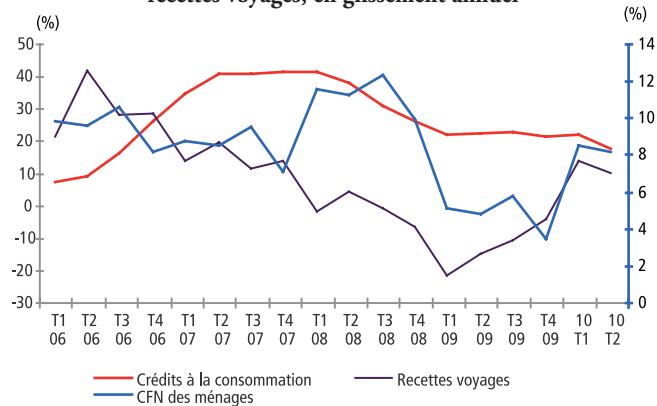
Pour l'année 2010, les indicateurs disponibles à fin juillet font état d'une amélioration de la consommation des ménages, à la faveur de l'effet combiné de la modération de la hausse

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



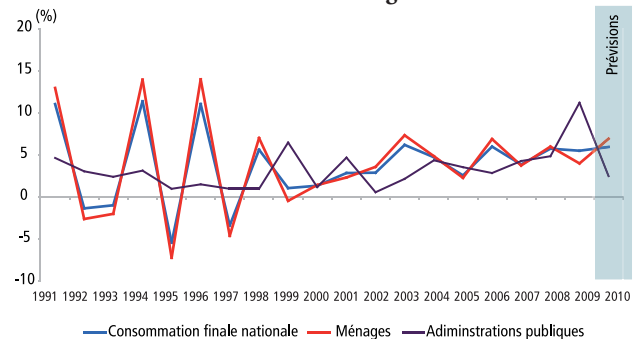
Sources : HCP, calculs et prévisions BAM

Graphique 1.8 : Evolution trimestrielle de la consommation finale des ménages, des crédits à la consommation et des recettes voyages, en glissement annuel



Sources : HCP, OC, calculs et prévisions BAM

Graphique 1.9 : Evolution en volume de la consommation finale des ménages



Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM.

des prix, de la progression de la valeur ajoutée non agricole et du redressement des transferts des MRE sur les revenus des ménages. Plusieurs indicateurs semblent confirmer cette bonne orientation, notamment l'augmentation de 17,2% des recettes au titre de la TVA, ainsi que l'accroissement de 4,6% des importations de biens finis à la consommation.

Quant à la consommation publique, elle serait en ralentissement après avoir enregistré en 2009 le rythme de croissance le plus rapide des trois dernières décennies. A fin juillet, les dépenses de fonctionnement ont progressé de 5,4%, soit un taux de réalisation de près de 57,5% par rapport aux prévisions de la loi de finances 2010.

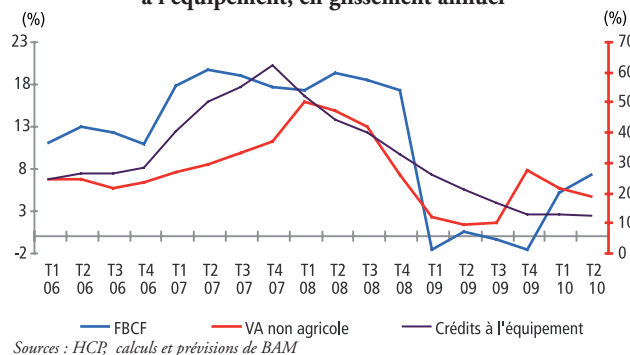
Globalement, les différents indicateurs coïncidents et avancés disponibles suggèrent le maintien de l'estimation de la croissance des dépenses globales de consommation dans une fourchette de 6% à 7%, mais avec un renforcement de la consommation des ménages et un ralentissement de celle des administrations publiques.

1.3 Investissement

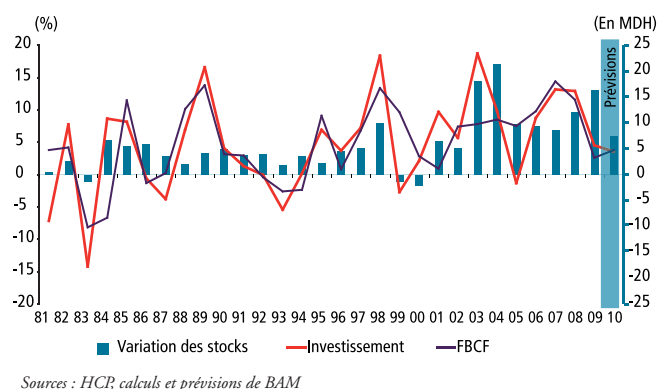
Dans un contexte de dégradation de la conjoncture et des perspectives économiques consécutivement à la crise économique internationale, l'investissement a marqué en 2009 une nette décélération, avec une croissance de la formation brute du capital fixe limitée à 2,5% en termes réels contre 11,5% en 2008, accompagnée d'une importante constitution de stocks.

Pour l'année en cours, les indicateurs disponibles à fin juillet laissent entrevoir une reprise progressive de l'investissement privé, tiré par la consolidation observée et anticipée des activités non agricoles. Outre une hausse de la production

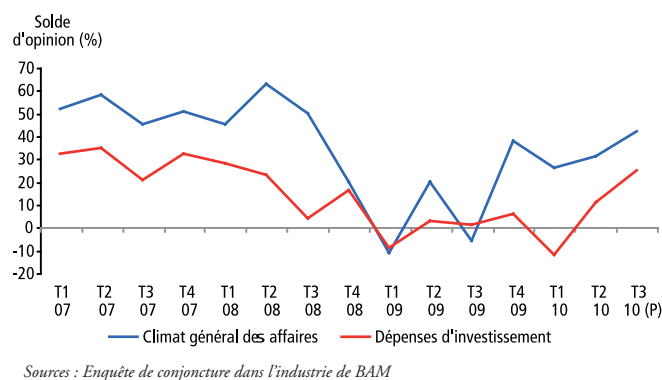
Graphique 1.10 : Evolution trimestrielle de la formation brute de capital fixe, de la valeur ajoutée non agricole, et des crédits à l'équipement, en glissement annuel



Graphique 1.11 : Evolution en volume de l'investissement



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



et le maintien de l'utilisation des capacités de production à des taux supérieurs à ceux observés en 2008 et 2009, les résultats de l'enquête trimestrielle de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie indiquent une augmentation des dépenses d'investissement au deuxième trimestre pour l'ensemble des branches et les anticipations des chefs d'entreprise tablent sur le renforcement des dépenses d'investissement au cours des prochains trimestres.

Plusieurs autres indicateurs semblent corroborer cette évolution favorable de l'investissement, dont principalement la reprise des importations de biens finis d'équipements industriels, après une phase de baisse entamée en 2008, ainsi que la hausse quasi continue des crédits à l'équipement depuis le début de l'année.

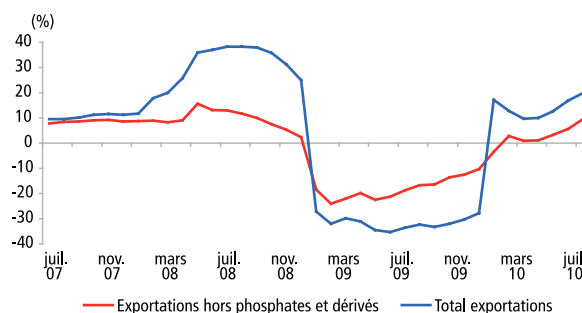
Concernant l'investissement public, les dépenses d'investissement du Trésor ont enregistré une baisse de 6,4% à fin juillet, en relation principalement avec les niveaux élevés enregistrés au cours des quatre dernières années, pour s'établir à 28 milliards de dirhams, soit un taux de réalisation de 60,9% par rapport aux prévisions de la loi de finances 2010.

Au total, le fort ralentissement de la formation brute de capital fixe en 2009 devrait induire un effet de base important qui, conjugué aux évolutions favorables précitées, serait à l'origine d'une progression en volume entre 3,5% et 4,5% de la formation brute de capital fixe en 2010.

1.4 Commerce extérieur

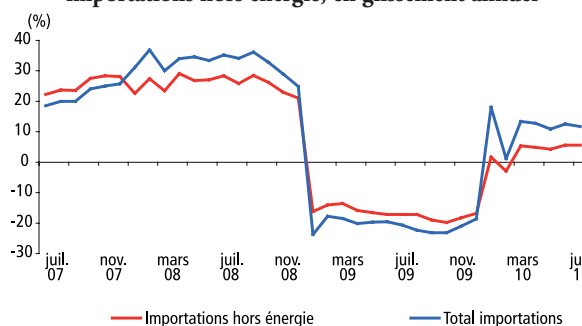
Les données du commerce extérieur à fin juillet 2010 confirment le redressement de la demande étrangère adressée à l'économie nationale, à la faveur d'une nette reprise des exportations. Bien que moins importante, la hausse des importations demeure, quant à elle, soutenue. Ainsi, l'aggravation du déficit commercial s'est atténuée en glissement annuel par rapport aux

Graphique 1.13 : Evolution du total des exportations et des exportations hors phosphates, en glissement annuel



Source : OC

Graphique 1.14 : Evolution du total des importations et des importations hors énergie, en glissement annuel



Source : OC

Tableau 1.2 : Evolution de la balance commerciale à fin juillet 2010, en glissement annuel

(En millions de dirhams)	janv-juil. 2009	janv-juil. 2010*	Variations	
			Montant	%
Exportations globales	67 836,9	81 130,6	+13 293,7	+19,6
Exportations de phosphates et dérivés	10 989,5	19 061,9	+8 072,4	+73,5
Exportations hors phosphates et dérivés	56 847,4	62 068,7	+5 221,3	+9,2
Composants électroniques	2 115,6	2 950,3	+834,7	+39,5
Poissons en conserve	2 587,3	2 648,2	+60,9	+2,4
Vêtements confectionnés	11 873,2	10 388,0	-1 485,2	-12,5
Articles de bonneterie	4 060,7	3 818,0	-242,7	-6,0
Importations globales	153 580,0	171 167,8	+17 587,8	+11,5
Importations de produits énergétiques	28 540,5	39 439,6	+10 899,1	+38,2
Importations hors produits énergétiques	125 039,5	131 728,2	+6 688,7	+5,3
Demi-produits	30 788,8	36 317,0	+5 528,2	+18,0
Biens de consommation	31 050,2	32 480,3	+1 430,1	+4,6
Biens d'équipement	39 824,0	39 516,5	-307,5	-0,8
Produits alimentaires	15 248,3	15 181,3	-67,0	-0,4
Blé	4 049,7	2 738,9	-1 310,8	-32,4
Déficit commercial	-85 743,1	-90 037,2	4 294,1	+5,0

* Données provisoires
Source : OC

mois précédents et le taux de couverture s'est amélioré.

En effet, la balance commerciale a dégagé, à fin juillet 2010, un solde négatif de 90 milliards de dirhams, en augmentation de 5% par rapport à la même période de l'année précédente, contre une aggravation de 8,9% et 9,2% respectivement à fin juin et mai 2010. Cette évolution résulte de la progression de 11,5%, ou de 17,6 milliards de dirhams des importations, plus importante en valeur absolue que celle des exportations, chiffrée à 13,3 milliards de dirhams, ou 19,6%. Le taux de couverture s'est ainsi situé à 47,4% au lieu de 44,2% à l'issue de la même période de l'année précédente.

La progression des exportations est attribuable exclusivement à l'expansion de 73,5% des expéditions de phosphates et dérivés. Quant aux autres exportations, elles se sont améliorées de 9,2%. Ainsi, les ventes de composants électroniques et celles des poissons en conserve se sont accrues de 39,5% et 2,4% respectivement. De même, les ventes de fils et câbles pour l'électricité se sont améliorées de 34,4%. En revanche, les exportations de vêtements confectionnés, d'articles de bonneterie et de crustacés mollusques et coquillages ont accusé des baisses respectives de 12,5%, 6% et de 7,7%.

En regard, l'accroissement des importations s'explique principalement par l'alourdissement de près de 38,2% de la facture énergétique, qui s'est élevée à 39,4 milliards de dirhams. Dans le même temps, les achats de demi-produits, de produits finis de consommation, de produits bruts se sont accrus respectivement de 18%, de 4,6% et de 1,9%. Quant aux acquisitions de produits alimentaires et de biens d'équipement, elles ont accusé des baisses respectives de 0,4% et de 0,8%.

La forte hausse des importations de produits pétroliers est due à l'augmentation du prix

moyen de la tonne importée de pétrole brut et du volume, respectivement, de 49,3% et de 8,6%. Le prix moyen de la tonne importée s'est établi à 4.705 dirhams, contre 3.152 dirhams pendant la même période de l'année dernière. De même, les achats de gasoil et fuel, ainsi que ceux de gaz de pétrole et autres hydrocarbures ont enregistré des hausses respectives de 19% et 49,1%. Dans la même tendance, les importations hors énergie ont enregistré une progression de 5,3% imputable pour l'essentiel à la hausse des achats des demi-produits, en liaison avec l'augmentation de 32,6% des importations de fer et acier et celle de 23% des achats de produits chimiques. Les importations de biens de consommation ont également connu une hausse, due notamment à l'accroissement de 7,8% des acquisitions des voitures de tourisme. Parallèlement, les importations de produits bruts d'origine minérale et celles de produits finis d'équipement industriel ont crû, respectivement de 12,2% et de 1,2%. En revanche, les acquisitions de produits alimentaires ont enregistré un recul, imputable essentiellement au reflux de 32,4% des approvisionnements en blé. De même, les importations de produits finis d'équipement d'origine agricole ont accusé une régression de 34,6%.

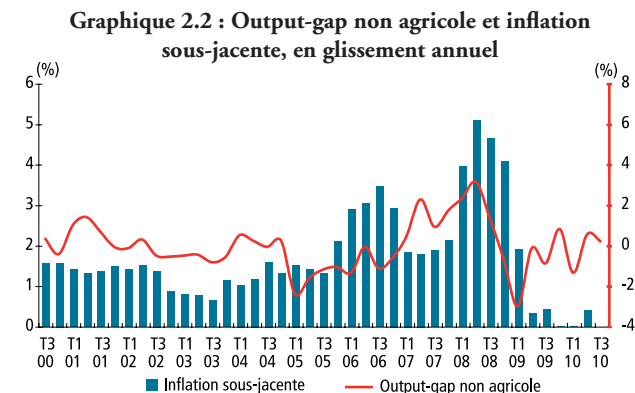
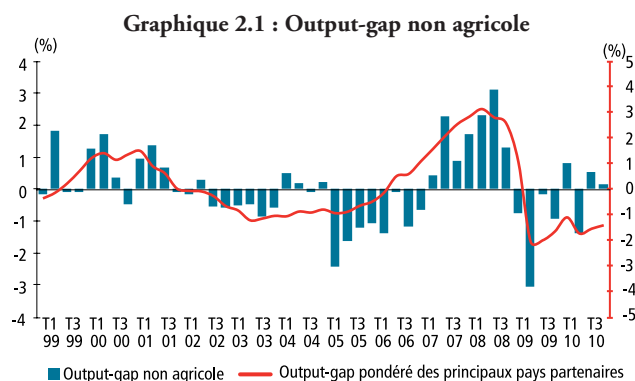
2. PRESSIONS SUR LES CAPACITÉS DE PRODUCTION ET MARCHÉ DU TRAVAIL

En ligne avec les estimations de Bank Al-Maghrib présentées dans le cadre du dernier RPM, l'output gap non agricole a affiché une valeur légèrement positive au cours du deuxième trimestre 2010 et devrait se maintenir à ce niveau durant le troisième trimestre 2010. Cette tendance trouve son origine essentiellement dans le maintien de la bonne orientation de la demande intérieure et la reprise progressive chez certains pays partenaires. Le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur industriel relatif à juillet 2010 s'est, quant à lui, stabilisé autour de 71%, niveau inférieur à sa moyenne d'avant le début de la crise. En matière d'emploi, le deuxième trimestre 2010 a été marqué par une légère hausse, en glissement annuel, du taux de chômage national, imputable principalement à la hausse du taux de chômage en milieu rural. Les indicateurs disponibles sur les salaires font ressortir un léger accroissement, en termes réels, des salaires dans le secteur privé. L'analyse de l'évolution de ces différentes données, tout en confirmant la poursuite du redressement de la conjoncture économique nationale, laisse entrevoir la modération des pressions de la demande sur les prix au cours des prochains trimestres.

2.1 Tensions sur les capacités de production

Compte tenu du redressement de la demande interne et la reprise lente mais continue de la demande émanant des principaux partenaires commerciaux, la croissance des activités non agricoles aurait légèrement dépassé son rythme tendanciel à partir du deuxième trimestre 2010. Toutefois, les perspectives d'évolution de la croissance non agricole demeurent toujours entourées d'incertitudes liées aux évolutions récentes dans la zone euro et leurs effets sur la pérennité de la reprise chez les principaux partenaires.

Parallèlement, les résultats de l'enquête mensuelle de Bank Al-Maghrib dans l'industrie, relatifs au mois de juillet, révèlent le maintien du taux d'utilisation des capacités de production (TUC) à 71%, niveau qui demeure inférieur à sa moyenne atteint d'avant le début de la crise. Cette stagnation a concerné tous les secteurs à l'exception des industries agroalimentaires, dont le taux d'utilisation des capacités de production a marqué une hausse de 4 points de pourcentage, pour s'établir à 78%. Dans les autres secteurs, ce taux a atteint 73% pour les



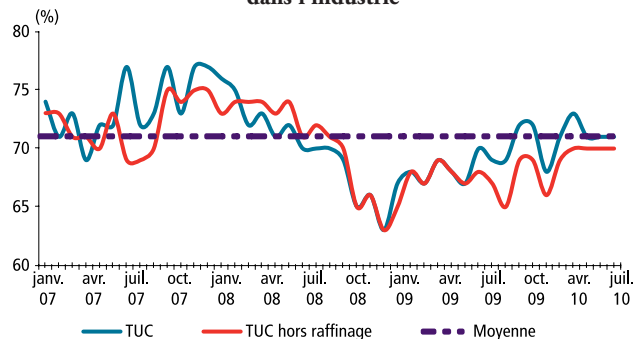
Sources : HCP et estimations BAM

industries chimiques et parachimiques, 79% dans les industries électriques et électroniques, 60% dans les industries mécaniques et métallurgiques et 71% dans les industries du textile et du cuir.

Pour sa part, l'indice de la productivité apparente du travail dans les activités non agricoles, qui est marqué par une forte volatilité en raison des fluctuations, en rythme annuel, du PIB non agricole et de l'emploi urbain, a progressé de 2,6% en glissement annuel durant le deuxième trimestre 2010, pour s'élever à environ 111 points. La hausse de la productivité est attribuable à une augmentation de l'emploi urbain moins rapide que celle du PIB non agricole, telle qu'estimée par Bank Al-Maghrib pour le deuxième trimestre 2010.

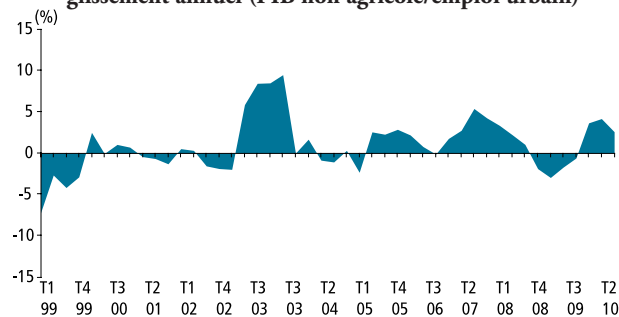
Selon les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib, le coût unitaire de production a augmenté au cours du deuxième trimestre 2010, avec un solde d'opinion positif de 24%. Cette progression a concerné l'ensemble des branches, particulièrement les industries agroalimentaires et les industries électriques et électroniques. Par composante, la hausse des coûts unitaires de production a été tirée par le renchérissement des matières premières non énergétiques avec un solde d'opinion de 35% et, dans une moindre mesure, par l'augmentation des coûts salariaux avec un solde d'opinion de 20%. Par secteur, les coûts des matières premières et les coûts salariaux ont constitué les deux principales sources d'augmentation du coût unitaire de production dans toutes les branches, sauf dans les industries du textile et du cuir, pour lesquelles les coûts financiers ont été identifiés comme étant le second facteur de hausse des coûts.

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



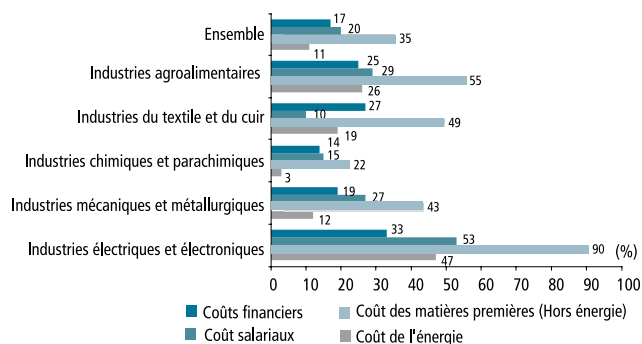
Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

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



Sources : HCP et estimations BAM

Graphique 2.5 : Evolution des composantes du coût unitaire de production par secteur (soldes d'opinion en % au deuxième trimestre 2010)



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

2.2 Tensions sur le marché du travail

La population active âgée de 15 ans et plus a atteint 11.628.000 personnes au deuxième trimestre de l'année 2010, soit un accroissement de 1,5% par rapport à la même période de l'année 2009. Cette évolution résulte de la hausse de 1,9% de la population active en milieu urbain et de 1,3% en milieu rural. En revanche, le taux d'activité s'est établi à 50,5%, en baisse de 0,2 point de pourcentage, attribuable à la progression de la population active âgée de 15 ans et plus à un rythme moins rapide que celui de la population totale.

En matière d'emploi, le deuxième trimestre 2010 a été caractérisé par un léger accroissement de la population active occupée, en comparaison avec le même trimestre de l'année précédente. Le taux d'emploi a néanmoins régressé de 0,2 point de pourcentage pour s'établir à 46,4%, en raison de la hausse du nombre d'emplois qui a été légèrement inférieure à celle de la population âgée de 15 ans et plus. Par milieu de résidence, le taux d'emploi a reculé de 0,2 point de pourcentage en milieu urbain et de 0,1 point en milieu rural, pour passer respectivement à 38,4% et à 58,1%.

Entre le deuxième trimestre de 2010 et celui de 2009, 140.000 postes d'emploi ont été créés, dont 92.000 postes en milieu urbain et 48.000 postes en milieu rural. Parallèlement, 158.000 postes d'emploi rémunérés ont été créés, tandis que l'emploi non rémunéré a diminué de 18.000 postes, recouvrant une création de 15.000 postes dans les villes et une perte de 33.000 postes dans les campagnes.

Au niveau sectoriel, «l'agriculture, forêt et pêche» a connu une perte de 83.000 postes d'emploi, soit une baisse de 1,9%, imputable à la contraction de la production agricole par rapport à la performance exceptionnelle

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

En millions/en %	T2 - 2009			T2 - 2010		
	Urbain	Rural	Ens.	Urbain	Rural	Ens.
Population active et emploi						
Population active ⁽²⁾	5,91	5,53	11,45	6,02	5,6	11,62
Taux d'activité (en%) ⁽³⁾	44,1	60	50,6	43,9	60,1	50,5
Population active occupée	5,17	5,36	10,53	5,26	5,41	10,67
Taux d'emploi (en%) ⁽⁴⁾	38,6	58,2	46,6	38,4	58,1	46,4
Chômage						
Population active en chômage	744	167	911	763	186	949
Taux de chômage (en%) ⁽⁵⁾	12,6	3	8	12,7	3,3	8,2
Selon le diplôme						
. Sans diplôme	7,4	1,9	3,9	7,2	2,1	3,9
. Ayant un diplôme	16,9	9,3	15,3	16,9	9,7	15,4

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

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

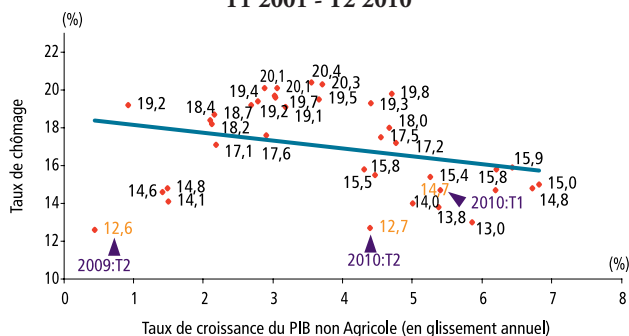
(3) Population active / Population totale

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

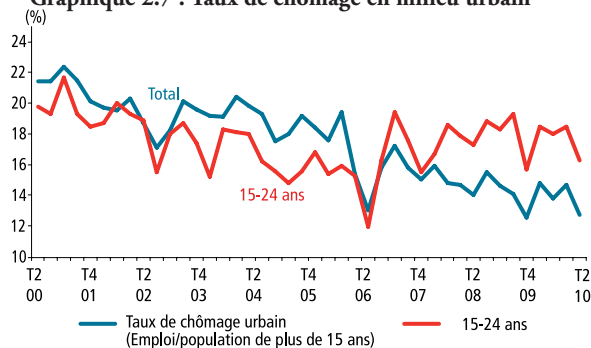
(5) population active en chômage / Population active âgée de 15 ans et plus

Source : HCP

Graphique 2.6 : Croissance non agricole et chômage urbain, T1 2001 - T2 2010



Graphique 2.7 : Taux de chômage en milieu urbain



Source : HCP

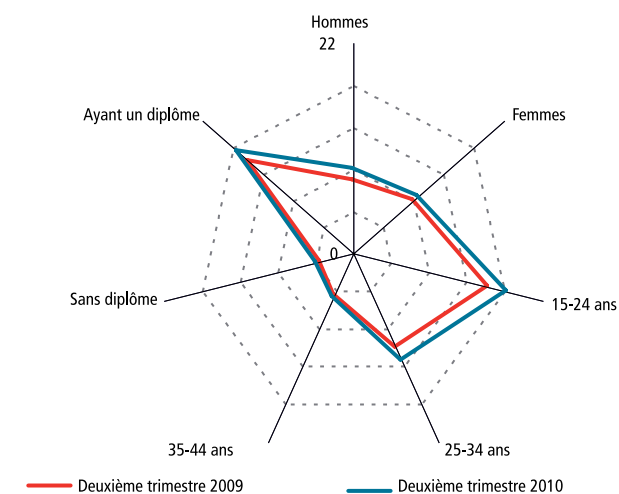
enregistrée en 2009. Les autres secteurs ont enregistré des créations de 109.000 nouveaux postes dans le secteur du bâtiment et travaux publics, suivi du secteur des services avec 92.000 postes. Le secteur industriel, quant à lui, continue d'enregistrer des créations nettes d'emploi, soit 11.000 nouveaux postes, en liaison notamment avec l'amélioration de la demande étrangère adressée au Maroc.

Au regard des résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib relatifs au deuxième trimestre 2010, l'effectif employé a connu une stabilité d'un trimestre à l'autre avec, toutefois, une baisse des effectifs dans les industries mécaniques et métallurgiques et une stagnation dans les industries chimiques et parachimiques. A court terme, et selon les chefs d'entreprise enquêtés, l'effectif global employé dans le secteur industriel devrait être maintenu à son niveau dans toutes les branches.

Dans ce contexte, le taux de chômage a marqué une légère hausse au deuxième trimestre 2010, passant de 8% à 8,2% en une année, en liaison avec l'accroissement de 0,3 point de pourcentage du taux de chômage rural qui s'est établi à 3,3%, le taux de chômage en milieu urbain ayant quasiment stagné à 12,7%. La hausse du taux de chômage a concerné les tranches d'âge 15-24 ans (+0,6 point de pourcentage), 25-34 ans (+0,3 point de pourcentage) et 45 ans et plus (+0,5 point de pourcentage), tandis que celui de la tranche d'âge 35-44 ans a marqué une baisse de 0,2 point de pourcentage.

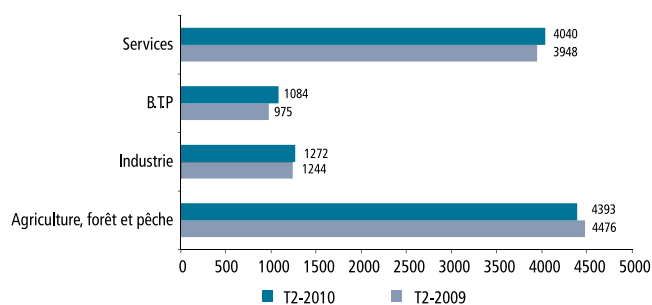
S'agissant du coût salarial, le rythme d'augmentation du coût unitaire du travail relatif (CUTR) du secteur manufacturier au deuxième trimestre 2010 paraît inférieur à celui de la productivité apparente du travail. En effet, le CUTR a enregistré une légère hausse de 0,7% en comparaison avec le même trimestre de l'année précédente. En comparaison internationale, la

Graphique 2.8 : Evolution de la structure du chômage par sexe, âge et diplôme



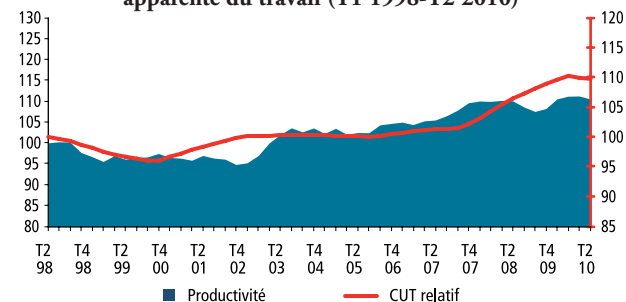
Source : HCP

Graphique 2.9 : Effectif employé selon les secteurs d'activité (en milliers)



Source : HCP

Graphique 2.10: Coût unitaire du travail relatif et productivité apparente du travail (T1 1998-T2 2010)



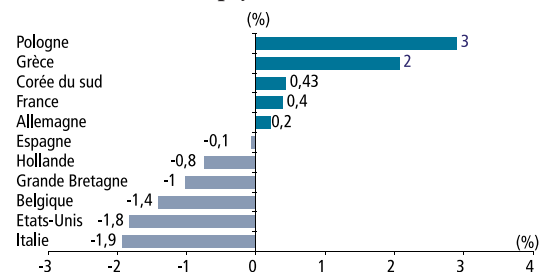
Sources : Datastream et Calculs BAM

progression du CUTR marocain a dépassé au deuxième trimestre 2010 celle de la Pologne, de la Grèce, de la Corée du sud respectivement de 3%, de 2% et de 0,5%. Il a par contre augmenté légèrement moins vite que celui de la Belgique, de la Hongrie, des Etats-Unis et de l'Italie.

De même, l'indice des salaires moyen trimestriels calculé par le HCP sur la base des données de la CNSS, a enregistré durant le premier trimestre 2010 une hausse de 5,31% en glissement annuel. En termes réels, cet indice s'est accru de 5,18% en comparaison avec le même trimestre de l'année dernière. Parallèlement, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib indiquent une hausse des coûts salariaux au cours du deuxième

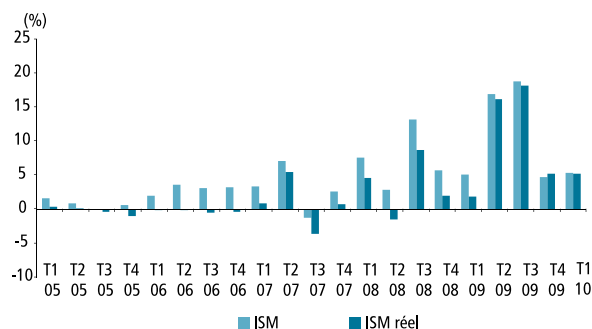
trimestre 2010, avec un solde d'opinion de 20% et ce, pour toutes les branches industrielles, en particulier les industries électriques et électroniques. Le SMIG est, quant à lui, resté stable en termes nominaux et s'est légèrement déprécié en termes réels.

Graphique 2.11: Augmentation (%) des coûts unitaires de la main-d'oeuvre du secteur manufacturier marocain par rapport à d'autres pays, 2009T2-2010T2



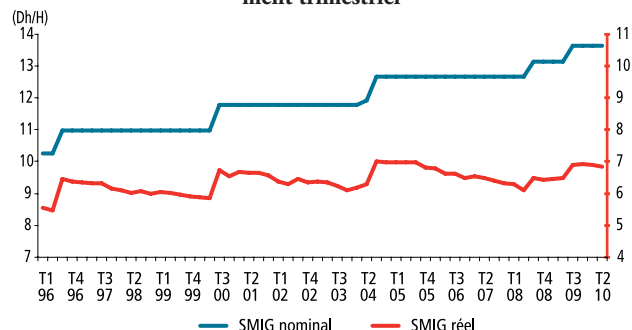
Sources : Datastream et calculs BAM

Graphique 2.12: Variation de l'indice des salaires moyen dans le secteur privé en termes nominal et réel, en glissement annuel



Sources : HCP, CNSS et estimations BAM

Graphique 2.13 : SMIG en termes nominal et réel, en glissement trimestriel



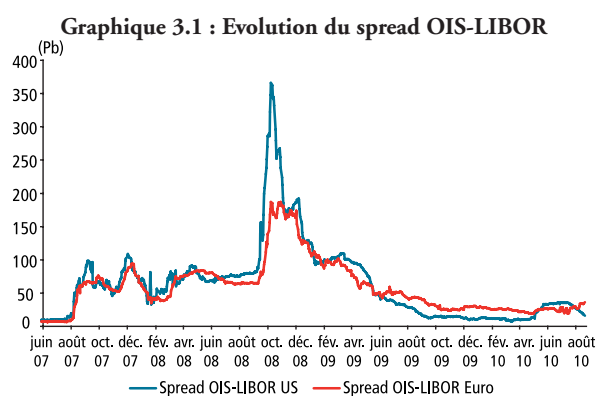
Sources : Ministère de l'emploi et calculs BAM

3. ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL ET PRIX À L'IMPORTATION

Après la détérioration relevée dans le dernier rapport sur la politique monétaire, les conditions financières au niveau international ont connu une amélioration, plus marquée aux Etats-Unis en comparaison avec la zone euro. L'accalmie observée sur les marchés financiers européens, en liaison avec l'atténuation des craintes relatives à l'évolution de la dette souveraine et aux levées de fonds réussies d'un certain nombre de pays, reste fragile et accompagnée d'une forte aversion au risque de la part des investisseurs. Sur la base des données les plus récentes, la reprise de l'activité s'est poursuivie durant les quatre derniers mois, tirée principalement par la vigueur de la croissance dans les pays émergents. Au niveau des pays avancés, les résultats des comptes nationaux du deuxième trimestre 2010 et les données relatives aux indicateurs de haute fréquence de juillet 2010 font ressortir des évolutions différenciées selon les pays. Aux Etats-Unis, une croissance plus modérée a été observée au deuxième trimestre de 2010 après la reprise vigoureuse entamée au quatrième trimestre 2009. La zone euro, notre principal partenaire, a connu une accélération de la croissance au deuxième trimestre, à la faveur essentiellement du rebond du PIB en Allemagne. S'agissant des perspectives à court terme, les données disponibles font ressortir des révisions à la hausse de la croissance pour l'année 2010 dans les principales économies émergentes et avancées. Néanmoins, les dernières turbulences survenues sur les marchés financiers notamment européens pourraient peser sur la croissance durant les prochains trimestres, notamment en Europe. L'inflation mondiale, qui connaît une tendance haussière depuis le mois de novembre 2009, a enregistré en juillet 2010 une nouvelle accélération en glissement annuel, dans un contexte de redressement des cours des matières premières, en particulier ceux du pétrole et des produits agricole, mais l'inflation devrait rester modérée à court terme dans les pays avancés, en raison de perspectives de croissance encore modestes et de la persistance du faible niveau d'utilisation des capacités de production. Les évolutions à l'international devraient continuer à contribuer légèrement à la consolidation de la croissance non agricole, tout en constituant une source de modération des tensions inflationnistes d'origine externe.

3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde

Au cours du trimestre sous-revue, les marchés financiers restent instables et notamment marqués par des tensions sur les marchés de la dette souveraine des pays avancés. L'instabilité reste plus marquée dans la zone euro qu'aux Etats-Unis. Concernant l'activité économique, c'est dans la zone euro où la croissance a connu une accélération significative, tandis qu'aux Etats-Unis le rythme de reprise a connu un certain ralentissement et les moteurs de croissance semblent afficher un moindre dynamisme qui pourrait exiger de nouvelles mesures budgétaires et monétaires de soutien.



3.1.1 Conditions financières

Les tensions persistent sur les marchés monétaires, notamment au niveau de la zone euro, comme en atteste l'évolution de l'Euribor à 3 mois qui a poursuivi sa hausse entamée depuis le mois de mai 2010, pour atteindre son plus haut niveau depuis l'année dernière soit

0,91% le 6 août 2010 alors qu'il était à 0,78% au début du mois précédent. Les perturbations des échanges interbancaires dans la zone euro s'expliquent notamment par les incertitudes quant aux engagements des banques portant sur la dette souveraine des pays en difficulté. A l'inverse, l'apaisement constaté le mois précédent se poursuit sur le marché monétaire américain, le Libor dollar à 3 mois étant passé de 0,45% à fin juillet 2010 à 0,30% en août. Par conséquent, l'écart OIS-Libor¹ est passé, pour la zone euro, de 27,8 points de base à la fin de juillet 2010 à 33 points en août 2010, alors que celui des Etats-Unis est revenu de 26,9 points de base à 11,4 points. Globalement, ces écarts restent largement supérieurs à leurs niveaux d'avant crise, soit 3 points de base pour la zone euro et 7 points pour les Etats-Unis, en 2006.

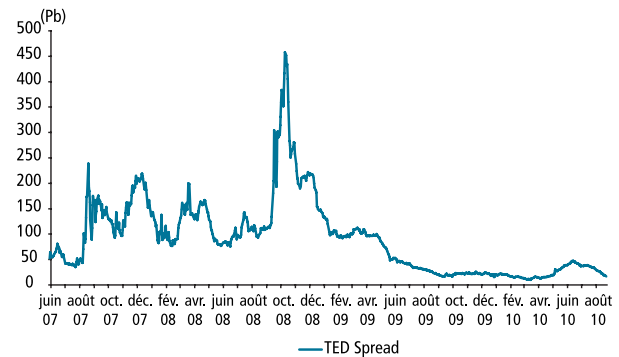
Par ailleurs, les indices boursiers des économies avancées et émergentes ont généralement enregistré de très légères hausses en août 2010, impactés par les incertitudes quant à l'évolution de la conjoncture économique et par la multiplication d'indicateurs conjoncturels défavorables concernant notamment le marché de l'immobilier et de l'emploi aux Etats-Unis. Ainsi, les principaux indices des économies avancées ont enregistré des augmentations allant de 0,2% pour le Nikkei à un maximum de 1% pour le DAX en août 2010 par rapport au mois précédent. Sur la même tendance, ceux des économies émergentes ont augmenté de 3,5% comme en atteste l'évolution du MSCI EM².

Pour sa part, la croissance du crédit dans les économies avancées s'est récemment stabilisée à des taux positifs. Ainsi, dans la zone euro, le taux de variation du crédit s'est renforcé passant, en glissement annuel, de 0,5% en juin 2010 à 0,9% en juillet, tandis qu'aux Etats-Unis, après une contraction depuis septembre 2009, il s'est établi à 0,6% en juillet 2010 contre -1,4% le mois précédent.

¹ Le spread OIS-LIBOR traduit un risque de taux et correspond à l'écart entre le taux interbancaire à trois mois (LIBOR Eurodollar) et le taux des swaps au jour le jour indiciels (OIS) de même échéance.

² L'indice boursier MSCI EM est un indice boursier composite mesurant la performance des marchés d'actions des pays d'Europe Centrale, du Moyen Orient et d'Afrique (République Tchèque, Hongrie, Pologne, Russie, Turquie, Israël, Jordanie, Egypte, Maroc et Afrique du Sud).

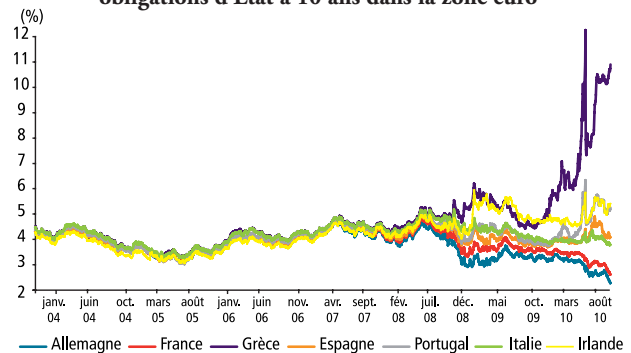
Graphique 3.2 : Evolution du TED spread¹



Source : Datastream

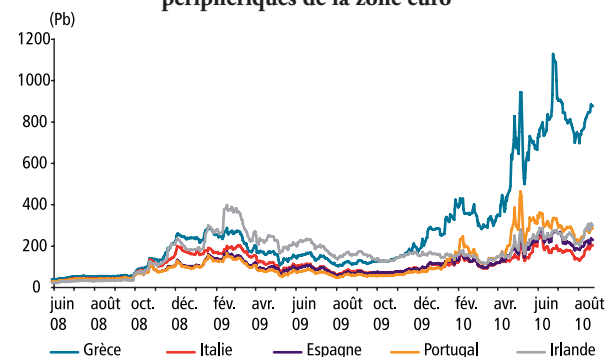
* Le TED spread représente un risque de crédit et correspond à l'écart de taux d'intérêt entre les titres courts émis par le Trésor américain (trois mois) et les prêts interbancaires à 90 jours en dollars américains.

Graphique 3.3 : Evolution des taux de rendements des obligations d'Etat à 10 ans dans la zone euro



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.

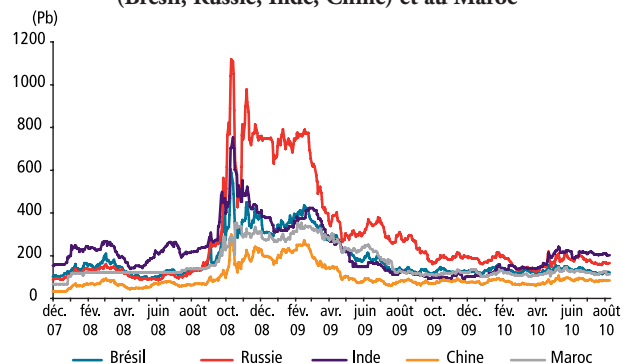
Les marchés obligataires ont marqué une amélioration comme en atteste la détente observée au niveau des taux de rendement des obligations de la plupart des pays avancés. En effet, les taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans du Portugal, de l'Espagne et de l'Italie ont baissé pour s'établir respectivement à 5,18%, 4,08% et 3,8% en août 2010 contre 5,39%, 4,41% et 4,01%, le mois précédent. De même, les taux de rendement du Bund allemand et des obligations d'Etat françaises sont passés respectivement de 2,65% et 2,98% à 2,36% et 2,68%, sur la même période. Cependant, les marchés obligataires restent soumis à des tensions émanant notamment du risque de dégradation de la note d'un certain nombre de pays avancés qui jusqu'ici ont été épargnés. Généralement, les évolutions ainsi constatées des taux de rendements des obligations d'Etat des pays avancés dénotent certes d'un retour de confiance dans la solvabilité des Etats mais sont également attribuables à l'aversion au risque qui pousse les investisseurs à afficher une nette préférence pour les valeurs refuges, que représentent les titres souverains.

Par ailleurs, les CDS des économies avancées notamment des pays européens sont restés orientés à la hausse, traduisant les incertitudes persistantes quant à la situation de leurs finances publiques. Par contre, les CDS des pays émergents sont restés à des niveaux assez bas.

Au niveau des marchés de change, l'euro s'est apprécié en rythme mensuel vis-à-vis du dollar, atteignant une moyenne de 1,29 dollar en août alors qu'il s'échangeait à 1,28 dollar le mois précédent. En glissement mensuel, la monnaie unique s'est appréciée en août 2010, de 0,8% par rapport au dollar et s'est dépréciée de 1,6% et 1,5% vis-à-vis du yen japonais et de la livre sterling. En outre, le mois d'août 2010 a marqué une appréciation record du yen vis-à-vis du dollar. Un dollar américain valait en moyenne 85,5 yens, soit le niveau le plus bas depuis 15 ans.

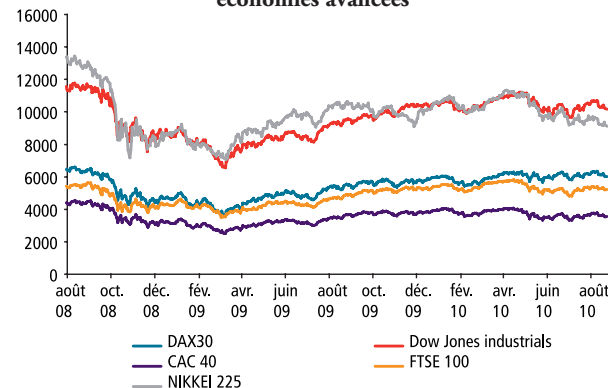
Dans ces conditions, les principales banques centrales des économies avancées ont maintenu, à l'issue de leurs réunions d'août 2010, le statu quo, reportant à des dates ultérieures l'application des stratégies de sortie des mesures exceptionnelles anti crise. Ainsi, la BCE a gardé

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



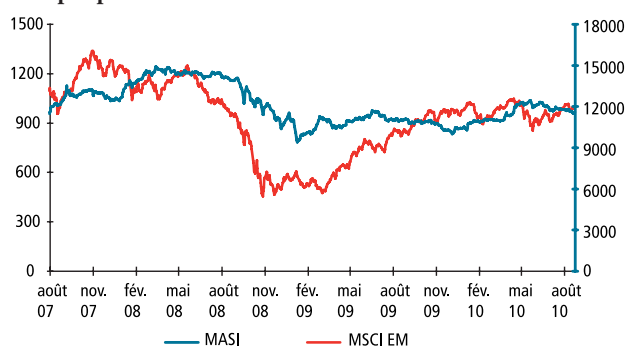
Source : Datastream

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

son taux directeur inchangé à 1% et la FED a maintenu son taux directeur dans une fourchette de 0% et 0,25% lors de sa dernière réunion du 10 août 2010, tout en décidant de racheter des emprunts d'Etat américains afin de soutenir l'économie. Cette opération consisterait à réinvestir les titres liés au crédit immobilier plus précisément les « mortgage-backed securities » et les titres des agences Fannie Mae et Freddie Mac, qu'elle détient depuis la crise, dans des bons du Trésor américains. De même, la Banque d'Angleterre a maintenu son taux directeur à 0,5% et n'a pas écarté une extension de ses mesures d'assouplissement quantitatif.

Globalement, alors que la transmission des risques souverains se limite à la sphère financière selon les évolutions constatées à fin août, la probabilité de l'émergence d'effets négatifs sur la sphère réelle devient de plus en plus importante, particulièrement en cas d'abandon précipité des mesures budgétaires, monétaires et financières exceptionnelles.

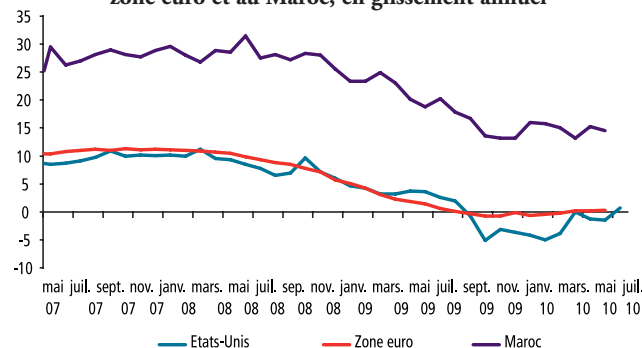
3.1.2 Activité économique dans le monde

Les derniers indicateurs dénotent d'une poursuite de la reprise de l'économie mondiale au deuxième trimestre de l'année 2010, portée par une vive expansion de l'activité dans les pays émergents et en développement, notamment en Asie et en Amérique latine. Au niveau des pays avancés, on observe cependant des évolutions divergentes caractérisées par une accélération de la croissance dans la zone euro et un ralentissement aux Etats-Unis.

Ainsi, la croissance a continué d'être vigoureuse dans les pays émergents d'Asie notamment en Chine, où la hausse du PIB a atteint 10,3% en glissement annuel au deuxième trimestre 2010, après 11,9% le trimestre précédent, en liaison partiellement avec le dynamisme de la consommation des ménages.

Aux Etats-Unis, la croissance au deuxième trimestre s'est poursuivie à un rythme plus lent. Cette évolution serait liée principalement à une hausse des importations et un ralentissement de la progression des stocks des entreprises.

Graphique 3.8 : Evolution du crédit aux Etats-Unis, dans la zone euro et au Maroc, en glissement annuel



Source : Datastream

Tableau 3.1 : Perspectives de la croissance dans le monde

	Projections					
	Banque mondiale		OCDE*		FMI*	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011
PIB mondial	3,3	3,3	-	-	4,6	4,3
Etats-Unis	3,3	2,9	3,2	3,2	3,3	2,9
Zone euro	0,7	1,3	1,2	1,8	1	1,3
Allemagne	1,6	1,9	1,9	2,1	1,4	1,6
France	1,6	1,9	1,7	2,1	1,4	1,6
Italie	0,8	1,4	1,1	1,5	0,9	1,1
Espagne	-0,6	1	-0,2	0,9	-0,4	0,6
Royaume Uni	1	1,8	1,3	2,5	1,2	2,1
Chine	9,5	8,5	11,1	9,7	10,5	9,6
Inde	8,2	8,7	8,3	8,5	9,4	8,4
Brésil	6,4	4,5	6,5	5	7,1	4,2
Russie	4,5	4,8	5,5	5,1	4,3	4,1

* OCDE : mai 2010, Banque Mondiale : juin 2010 et FMI : juillet 2010

Sources : Fonds monétaire international, Banque mondiale, OCDE.

Tableau 3.2 : Evolution de la croissance trimestrielle, en glissement annuel

	2009				2010	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Etats-Unis	-3,8	-4,1	-2,7	0,2	2,4	3,0
Zone euro	-5,2	-4,9	-4,1	-2,1	0,6	1,7
France	-3,9	-3,1	-2,7	-0,5	1,2	1,7
Allemagne	-6,6	-5,5	-4,4	-2	2	3,7
Italie	-6,5	-6,1	-4,7	-2,8	0,5	1,1
Espagne	-3,3	-4,2	-4	-3,1	-1,3	-0,2
Chine	6,2	7,9	9,1	10,7	11,9	10,3

Sources : Eurostat, Datastream et Département Américain du commerce

Bien qu'en ralentissement d'un trimestre à l'autre, le rythme de hausse du PIB américain ressort à 3% en glissement annuel au deuxième trimestre après 2,4% au trimestre précédent.

Dans la zone euro, après une reprise modérée observée depuis le troisième trimestre 2009, la croissance s'est renforcée au deuxième trimestre avec une progression du PIB de 1,7% en glissement annuel après celle de 0,6% le trimestre précédent, reflétant particulièrement les performances notables de l'Allemagne dont le PIB a augmenté de 3,7% en rythme annuel. Concernant les autres principaux partenaires du Maroc, l'Espagne et l'Italie ont enregistré au deuxième trimestre une variation respective du PIB de -0,2% et de 1,1% en glissement annuel au lieu de -1,3% et de 0,5% le trimestre précédent, alors que la France a connu une hausse du PIB de 1,7% au lieu de 1,2% au premier trimestre.

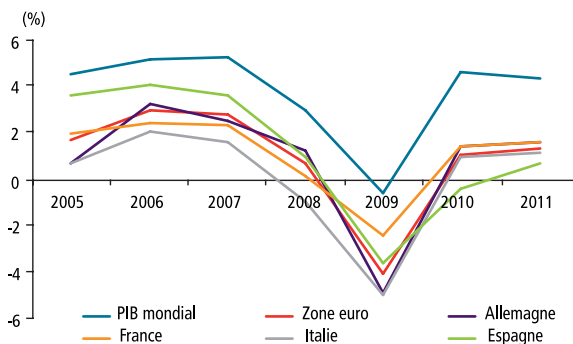
Au Japon, la croissance économique a ralenti au deuxième trimestre 2010, avec une progression du PIB de 0,1% au lieu de 1,1% le mois précédent, sous l'effet du recul de la demande intérieure.

S'agissant des derniers indicateurs à haute fréquence, dont l'évolution semble moins en ligne avec celle des chiffres de la croissance dans certains pays avancés, ils continuent de suggérer une reprise soutenue à court terme.

Aux Etats-Unis, l'indice ISM manufacturier a de nouveau connu une hausse annuelle de 13,5% en juillet pour atteindre 55,5 points. Dans la zone euro, l'indice PMI composite a marqué une hausse en juillet, à 56,7 points au lieu de 55,6 en juin, en hausse de 20,6% en rythme annuel. L'indice PMI manufacturier de la zone euro, s'est établi à 56,7 en juillet après 55,6 en juin, soit une augmentation de 22,5% en variation annuelle.

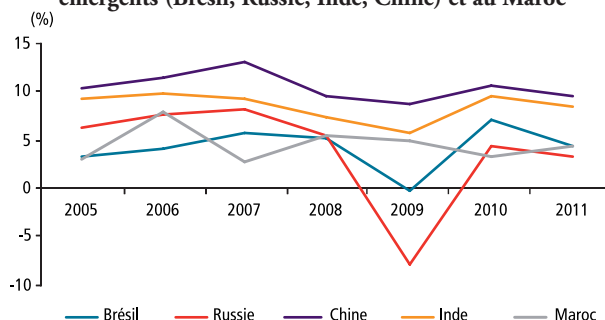
En dépit de ces évolutions globalement favorables des indicateurs sectoriels, le taux de chômage continue de se maintenir à des niveaux élevés. Aux Etats-Unis, il est resté stable à 9,5% en juillet 2010 par rapport au mois précédent. De même, dans la zone euro, il est resté inchangé à 10% d'un mois à

Graphique 3.9 : Evolution du PIB dans le monde, dans la zone euro et les pays partenaires, en glissement annuel



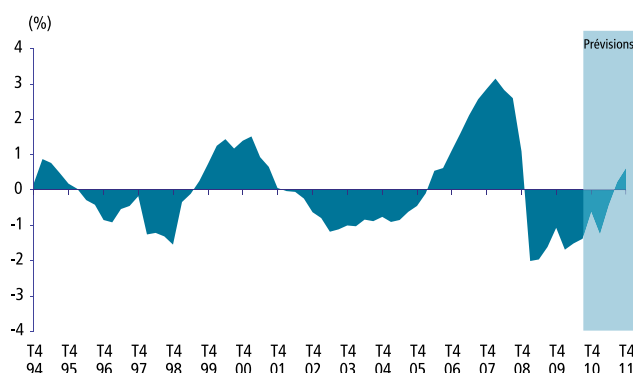
Source : FMI

Graphique 3.10 : Evolution du PIB dans les pays émergents (Brésil, Russie, Inde, Chine) et au Maroc



Source : FMI

Graphique 3.11 : Output-gap des principaux pays partenaires



Sources : Commission européenne et calculs BAM

l'autre. Pour les pays partenaires, les dernières données disponibles du chômage font ressortir une hausse en juin en France et en Espagne, à respectivement 10% et 20% au lieu de 9,9% et 19,8% le mois précédent.

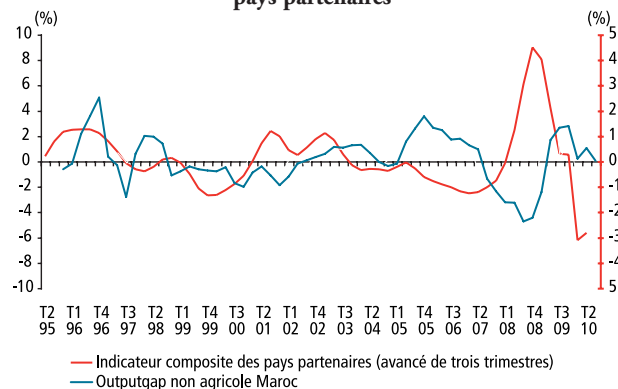
S'agissant des dernières projections de l'économie mondiale de juillet 2010 du FMI, elles font ressortir une amélioration globale par rapport à l'édition précédente des perspectives économiques mondiales d'avril 2010.

En ce qui concerne les perspectives d'évolution de la zone euro, le FMI intègre des facteurs d'incertitude quant aux évolutions futures des marchés financiers et met l'accent sur les mesures appropriées à mettre en place, afin de renforcer les perspectives de croissance à moyen terme.

Ainsi, le Fonds a prévu pour la zone euro une hausse du PIB de 1% en 2010, similaire à celle prévue en janvier dernier et a abaissé les prévisions pour l'année 2011 de 1,5% à 1,3%. Pour les principaux partenaires du Maroc, les projections tablent sur une hausse du PIB de 1,4% et de 1,6% en 2010 et 2011 en France et en Allemagne, et de 0,9% et 1,1% en Italie. S'agissant de l'Espagne, le PIB devrait se contracter de 0,4% avant de connaître une hausse de 0,6% en 2011. Pour les Etats-Unis, le FMI prévoit une croissance de 3,3% et de 2,9% en 2010 et 2011 (contre 3,1% et 2,6% en janvier dernier). S'agissant du Japon, le FMI prévoit 2,4% et 1,8% en 2010 et 2011 (contre 1,9% et 2,0%).

Les dernières projections de la Banque mondiale, laissent entrevoir une hausse du PIB mondial pour 2010 et 2011 par rapport à l'édition de janvier, à 3,3% et 3,5% respectivement (contre 2,7% et 3,2%). Pour les Etats-Unis, la Banque mondiale a revu à la hausse la prévision du PIB à 3,3% et 2,9% respectivement en 2010 et 2011 (au lieu de 2,5% et 2,7%). Pour la zone euro, les projections ont en revanche été revues à la baisse à 0,7% et 1,3% (au lieu de 1% et 1,7% prévues en janvier dernier par la Banque mondiale).

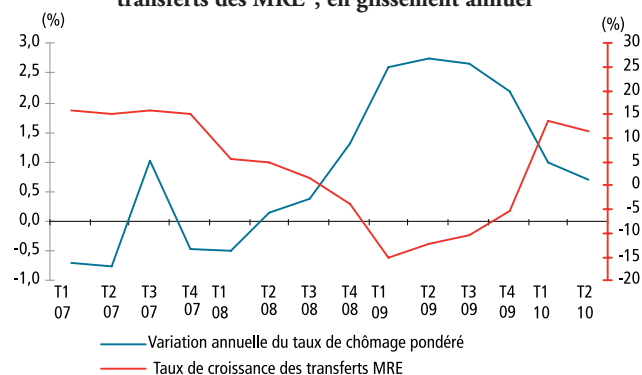
Graphique 3.12 : Indicateur composite avancé pondéré des pays partenaires*



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

Sources : OCDE et calculs BAM

Graphique 3.13 : Evolution du taux de variation du chômage pondéré des pays partenaires et du taux de croissance des transferts des MRE*, en glissement annuel



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

Sources : Datastream et calculs BAM

Tableau 3.3 : Evolution récente de l'inflation dans le monde, en glissement annuel

	juil. 2009	mai 2010	juin 2010	juillet 2010	Prévisions	
					2010	2011
Etats-Unis	-2,1	2	1,1	1,2	2,1	1,7
Zone euro*	-0,7	1,6	1,4	1,7	1,1	1,3
Allemagne	-0,5	1,2	0,9	1,2	0,9	1
France	-0,7	1,6	1,5	1,7	1,2	1,5
Espagne	-1,4	1,8	1,5	1,9	1,2	1
Italie	0	1,4	1,3	1,7	1,4	1,7
Japon	-2,2	-0,9	-0,7	-	-1,4	-0,5
Chine	-2	0,6	1,9	1,5	3,1	2,4

(*) Indices harmonisés

Sources : FMI, Eurostat, prévisions BAM pour le Maroc et FMI pour les autres pays

3.2 Inflation dans le monde

Dans un contexte caractérisé par une reprise lente mais continue de l'activité économique et par la hausse des prix des matières premières, les données préliminaires publiées par Eurostat indiquent une légère baisse de l'inflation en août 2010 dans la zone euro, à 1,6% au lieu de 1,7% le mois précédent.

Les données de juillet, quant à elles, font ressortir une hausse modérée de l'inflation dans la majorité des pays avancés et émergents (Tableau 3.2).

Ainsi, l'inflation dans la zone euro s'est établie à 1,7% en juillet après 1,4% le mois précédent. Dans les pays partenaires, comme en Italie et en Espagne, l'inflation s'est accélérée pour atteindre 1,9% et 1,7%, au lieu de 1,5% et 1,3% le mois précédent. En France et en Allemagne, les prix à la consommation ont progressé de 1,7% et 1,2% respectivement au lieu de 1,5% et 0,9% un mois auparavant.

S'agissant des perspectives à court terme, les prévisions de juillet 2010 du FMI font état d'une augmentation des prix à la consommation dans les pays avancés de 1,4% et 1,3% en 2010 et 2011. Dans les pays émergents et en développement, l'inflation serait également en hausse à 6,3% et 5% respectivement en 2010 et 2011.

Globalement, au vu des évolutions récentes de la conjoncture économique internationale, l'inflation devrait continuer de connaître une hausse modérée à moyen terme notamment dans les pays avancés, en raison de perspectives de croissance encore modestes et de la persistance du faible niveau d'utilisation des capacités de production.

3.3 Prix du pétrole

Le prix du pétrole a enregistré en moyenne une hausse de 2,3% en août par rapport à juillet 2010, pour s'établir à 76,9 dollars le baril. Cette tendance s'explique par une croissance de la demande, tirée principalement par la Chine, l'Inde, le Moyen-Orient et l'Amérique latine.

Graphique 3.14 : Cours mondial du pétrole (Brent)

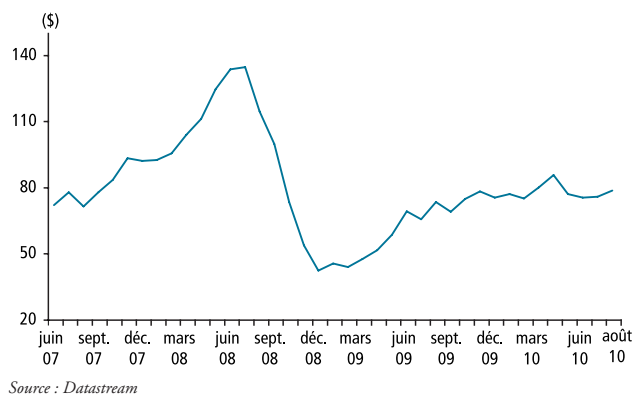
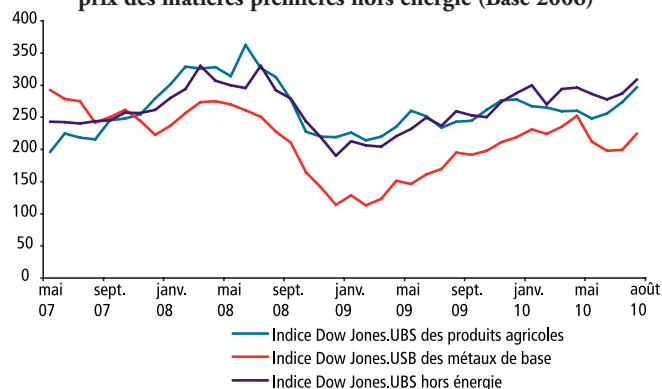


Tableau 3.4 : Prévisions du prix actuel du pétrole (Brent) sur le marché des futures (en dollars US)

T3:10	T4:10	T1:11	T2:11	2011	2012	2013
79,16	80	81	83,5	86,75	92	87,5

Source : Bloomberg

Graphique 3.15 : Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie (Base 2006)



Au terme des huit premiers mois de l'année 2010, le cours du baril du Brent a marqué un accroissement en glissement annuel de 37,3%.

D'après les dernières perspectives économiques mondiales de juillet 2010 du FMI, le prix du pétrole devrait atteindre un niveau moyen de 75,24 dollars le baril en 2010 et de 77,50 dollars en 2011. L'Agence internationale de l'énergie (AIE) a revu à la hausse ses prévisions de demande mondiale de pétrole pour 2010 et 2011, qui devraient désormais atteindre respectivement 86,6 et 87,9 millions de barils par jour. L'OPEP, pour sa part, prévoit une hausse de la demande pour atteindre 85 millions de barils en 2010, en revanche, elle garde ses prévisions inchangées pour 2011.

Sur le marché des futures, le prix du pétrole s'établit en moyenne à 86,75 dollars le baril en 2011, à 92,00 dollars en 2012 et à 87,50 dollars le baril en 2012.

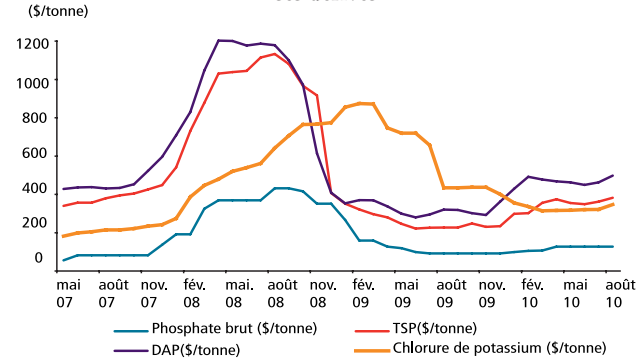
3.4 Prix des matières premières hors énergie

Les cours des matières premières hors énergie ont enregistré en juillet et août 2010 une augmentation qui reflète à la fois la hausse des prix des métaux de base et des matières premières agricoles. Ainsi, l'indice Dow Jones-UBS (DJ-UBS) des prix des matières premières hors énergie a augmenté de 3,3% en juillet et de 7,6% en août en glissement mensuel, atteignant ainsi un niveau supérieur de 19,1% à celui observé en août 2009.

L'indice DJ-UBS des prix des métaux de base a enregistré au mois d'août une augmentation de 12% en glissement mensuel et de 14,6% en glissement annuel, en raison essentiellement de la dépréciation du dollar et du renforcement de la demande des pays émergents.

L'indice DJ-UBS des cours des produits agricoles s'est inscrit dans la même tendance, en enregistrant au mois d'août un accroissement de 22% en glissement annuel, et une hausse de 8,5% d'un mois à l'autre. Les pressions sur les prix des produits agricoles proviennent de l'accroissement rapide de la demande des

Graphique 3.16 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés



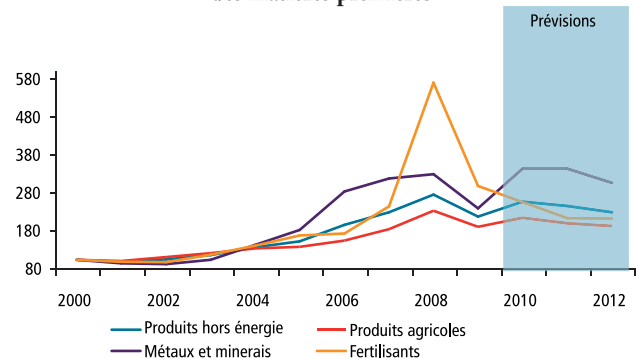
Source : Banque mondiale

Tableau 3.5 : Evolution des futures et des prévisions de blé par trimestre

Blé (Cts/b.u)	T3:10	T4:10	T1:11	T2:11	2011	2012
Futures	664,8	737,34	749,43	727,38	709,5	693,56
Prévisions	550	560	600	630	630	639,62

Source : Bloomberg

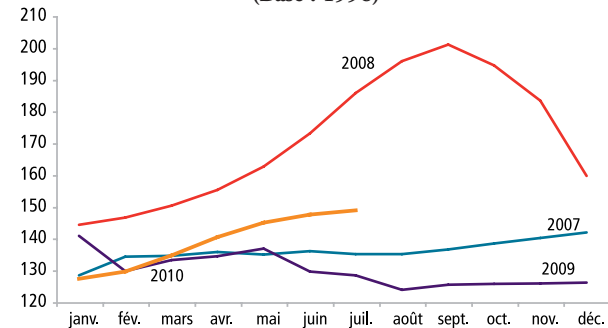
Graphique 3.17 : Perspectives d'évolution des indices des prix des matières premières*



(*Actualisées le 11 juillet 2010)

Source : Banque mondiale

Graphique 3.18 : Indice des prix à l'import hors énergie (Base : 1996)



Sources : OC et calculs BAM

économies émergentes, de la flambée des prix du blé occasionnée par les conditions climatiques extrêmes connues par la Russie et l'Europe de l'Est en juillet 2010, mais également de la hausse des prix du coton suite aux chocs adverses d'offre liés aux inondations qui ont eu lieu au Pakistan et en Chine.

Les prix du phosphate et dérivés ont également marqué un accroissement en août 2010. Les cours du DAP et du TSP ont enregistré, respectivement des hausses de 7,5% et 5,7% en glissement mensuel et de 55,7 % et 62,2% en glissement annuel. Quant au cours du phosphate brut, il s'est maintenu à son niveau observé depuis avril 2010, soit 125 dollars la tonne.

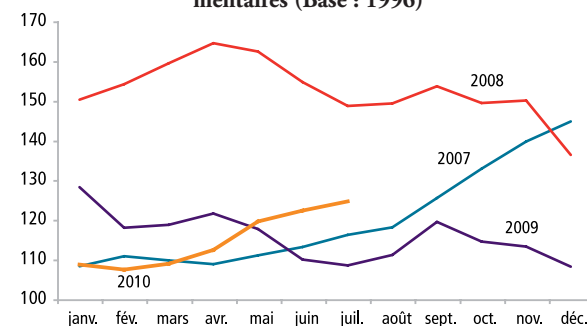
La flambée des prix des matières premières devrait se maintenir à court terme en raison d'une demande mondiale accrue, au moment où les stocks des différents produits pourraient enregistrer des baisses importantes.

3.5 Indice des valeurs unitaires à l'importation du Maroc

Selon les dernières données disponibles, l'indice des prix à l'importation (IPM) hors énergie a enregistré une hausse mensuelle de 0,9% en juillet 2010, au lieu de 1,7% en juin. En effet, l'IPM des produits alimentaires s'est accru de 1,9% d'un mois à l'autre, contre 2,3% un mois auparavant, sous l'effet notamment de la progression de 3,8% du prix unitaire moyen à l'importation du blé et de 2% de celui du maïs. Dans le même temps, l'IPM des demi-produits a connu une hausse mensuelle de 1,8%, au lieu de 2,1% en juin, en liaison avec la hausse de 1,9% du prix unitaire moyen à l'import des matières plastiques. En revanche, l'IPM des produits miniers a enregistré un repli mensuel de 1,3%, contre un accroissement de 4,1% le mois précédent, imputable à la baisse de 3,3% du prix unitaire à l'importation du fer et acier.

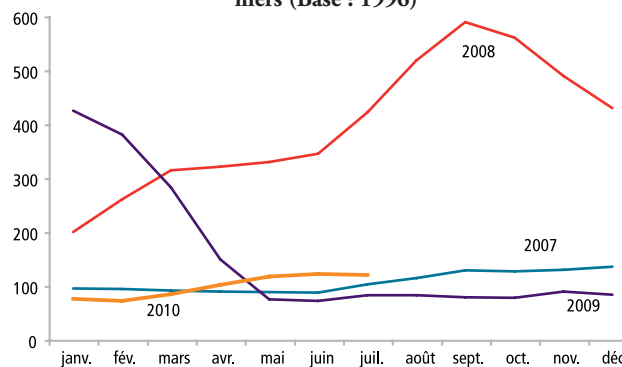
En glissement annuel, l'IPM hors énergie a enregistré une augmentation de 15,9% contre 13,8% en juin. En effet, l'IPM des produits miniers s'est accru de 46,1%, en relation principalement

Graphique 3.19 : Indice des prix à l'import des produits alimentaires (Base : 1996)



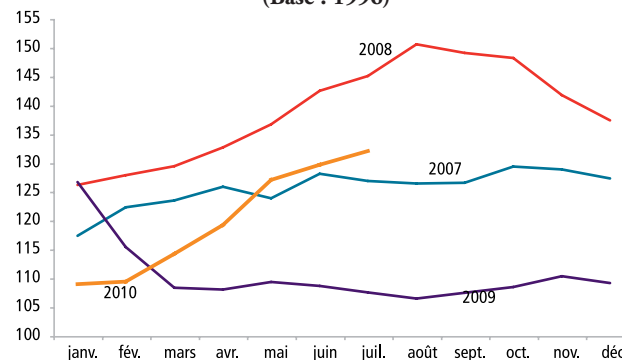
Sources : OC et calculs BAM

Graphique 3.20: Indice des prix à l'import des produits miniers (Base : 1996)



Sources : OC et calculs BAM

Graphique 3.21: Indice des prix à l'import des demi-produits (Base : 1996)

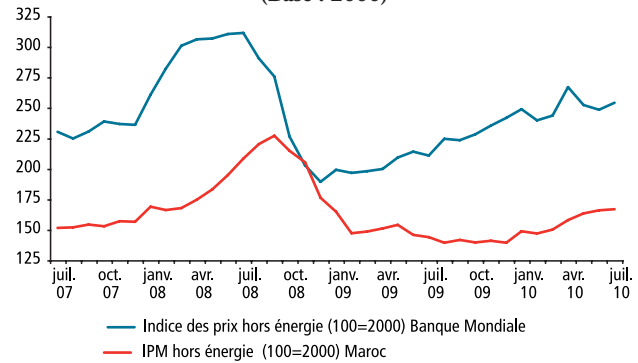


Sources : OC et calculs BAM

avec la hausse de 78,8% du prix unitaire à l'importation du fer et acier. De même, l'IPM des produits alimentaires s'est inscrit en hausse de 14,8%, attribuable à la progression de 57,1% du prix unitaire à l'importation du blé, celui du sucre n'a augmenté que de 5,7%. Parallèlement, l'IPM des demi-produits a enregistré un accroissement de 22,8%, consécutivement à l'augmentation de 30,4% du prix unitaire à l'importation des matières plastiques.

Compte tenu des évolutions récentes et dans un contexte marqué par la volatilité des cours mondiaux des matières premières, les tensions inflationnistes découlant des prix à l'importation, qui demeurent encore modérées, pourraient s'accroître au cours des prochains trimestres.

Graphique 3.22 : Evolution de l'indice des prix des matières premières mondial et de l'IPM hors énergie national (Base : 2000)



Sources : OC et calculs BAM

4. CONDITIONS MONÉTAIRES ET PRIX DES ACTIFS

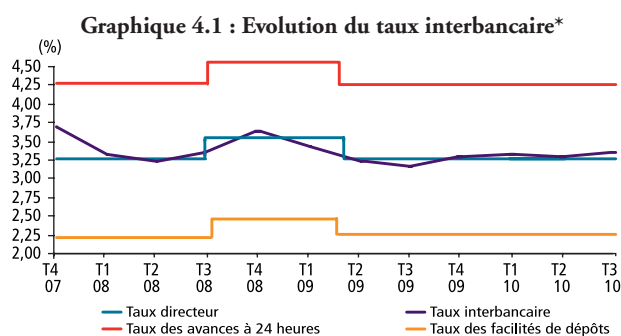
Les dernières données disponibles à fin juillet confirment la poursuite de la modération du rythme de progression annuel de l'agrégat M3 qui s'est limité à 6,3%, après 6,5% au cours du deuxième trimestre. Dans ces conditions, l'excédent monétaire s'est maintenu à un niveau quasiment nul. Le crédit, quoiqu'en légère décélération, continue d'évoluer à un rythme soutenu, soit 11,6%, après 13,4% durant le deuxième trimestre 2010. Concernant les taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le deuxième trimestre 2010 indiquent une baisse du taux d'intérêt moyen pondéré, liée essentiellement au recul des taux appliqués aux crédits à l'équipement et aux facilités de trésorerie. S'agissant du taux de change effectif du dirham, il s'est déprécié de 1% en termes nominaux d'un trimestre à l'autre et de 1,6% en termes réels, en raison d'un taux d'inflation au Maroc globalement inférieur à celui des principaux pays partenaires et concurrents. Enfin, concernant les prix des actifs, les dernières données disponibles relatives au nouvel indice des prix des actifs immobiliers, calculé par BAM, indiquent une hausse au deuxième trimestre de l'année 2010, après une baisse au premier trimestre. Globalement, les évolutions prévisibles des indicateurs monétaires et financiers laissent apparaître des pressions modérées sur l'inflation au cours des prochains trimestres.

4.1 Conditions monétaires

4.1.1 Taux d'intérêt

Dans un environnement économique marqué par une légère orientation à la hausse des risques et une prévision centrale de l'inflation en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, le Conseil a décidé, lors de sa réunion du 15 juin 2010, de maintenir le taux directeur à 3,25%. Dans ces conditions, le taux au jour le jour sur le marché monétaire interbancaire s'est situé à 3,33% en moyenne, en juillet et août 2010, soit une hausse de 6 points de base par rapport au trimestre précédent.

Dans le même temps, les taux des bons du Trésor à court terme émis sur le marché primaire ont connu une baisse au terme du deuxième trimestre et en juillet 2010, marquant ainsi une rupture avec leur tendance haussière observée depuis le mois d'octobre de l'année 2009. Pour leur part, les taux à moyen et à long termes ont, dans l'ensemble, accusé un léger repli. La même évolution a été observée au niveau du marché secondaire, tant pour les rendements à court terme que pour ceux assortissant les bons à moyen et à long termes.



* L'observation du deuxième trimestre 2010 correspond à la moyenne quotidienne de la période du 1^{er} juillet au 24 août.

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

	2009				2010		juil.10
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	
13 semaines	3,58	3,26	3,25	3,25	3,44	3,39	-
26 semaines	3,65	3,31	3,27	3,28	3,56	3,45	-
52 semaines	3,75	3,35	3,33	3,37	3,62	3,55	3,48
2 ans	3,90	3,44	3,48	3,57	3,73	3,69	3,67
5 ans	4,05	3,69	3,68	3,74	3,95	3,90	3,88
10 ans	-	-	-	-	4,20	4,19	4,16
15 ans	-	-	-	-	4,32	4,35	-

S'agissant des taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois, resté stable au deuxième trimestre, a enregistré une hausse de 3 points de base en juillet passant à 3,51%. Cette évolution reflète une augmentation du taux des dépôts à 6 mois de 3 points de base et de celui des dépôts à un an d'un point de base.

Au niveau des conditions débitrices, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le deuxième trimestre 2010 font ressortir une baisse du taux moyen pondéré du crédit bancaire revenu de 6,49% à 6,36%. Cette évolution est liée principalement au

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

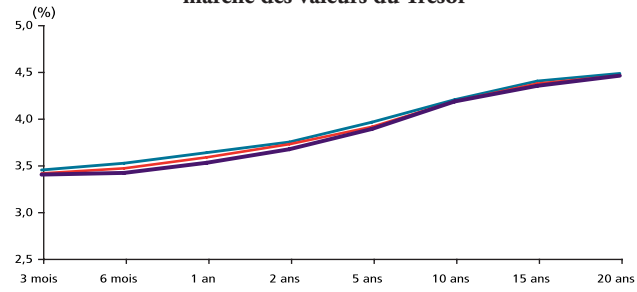


Tableau 4.2 : Taux créditeurs (placements à terme)

	2009				2010		
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	juil.10
6 mois	3,61	3,52	3,31	3,24	3,28	3,32	3,35
12 mois	3,91	3,96	3,68	3,69	3,65	3,64	3,65
Moyenne pondérée	3,78	3,78	3,55	3,54	3,48	3,48	3,51

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

En dépit de l'évolution restrictive des facteurs autonomes au cours du deuxième trimestre de l'année 2010, l'insuffisance des trésoreries bancaires s'est maintenue aux alentours de 19 milliards de dirhams, et cela suite à la décision de réduction du ratio de la réserve obligatoire de 2 points de pourcentage, prise par le Conseil de la Banque lors de sa réunion du 30 mars 2010 et qui a induit une injection de liquidité globale de 8,2 milliards de dirhams (5,2 milliards de dirhams le 21 mars 2010 et 2,9 milliards le 21 avril 2010). En conséquence, l'insuffisance moyenne des trésoreries bancaires est passée de 19,3 milliards de dirhams au premier trimestre 2010 à 18,7 milliards au deuxième trimestre 2010.

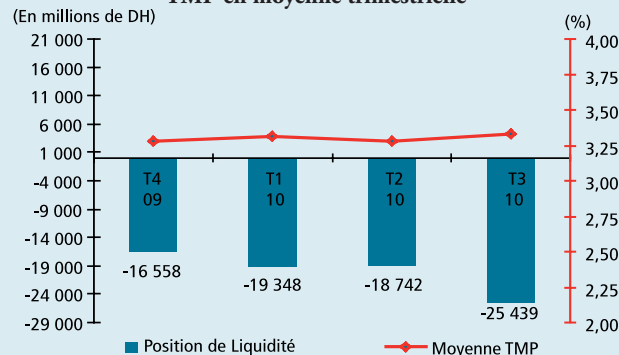
En effet, les opérations sur avoirs extérieurs ont induit une ponction de liquidité de 7,4 milliards de dirhams résultant de la différence entre les achats de devises par les banques commerciales qui ont totalisé 12,7 milliards de dirhams et les cessions de billets de banque étrangers qui ont atteint 5,2 milliards de dirhams.

De plus, l'augmentation de la circulation de la monnaie fiduciaire a atteint 2,6 milliards de dirhams suite aux sorties enregistrées en début de la période estivale.

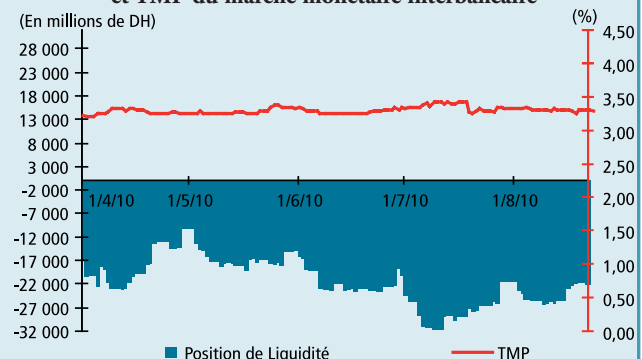
En revanche, les opérations du Trésor ont été à l'origine d'une injection de liquidité de 2,8 milliards de dirhams en raison des remboursements des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (19,7 milliards de dirhams).

Globalement, les facteurs autonomes ont exercé un effet restrictif de 7,3 milliards de dirhams sur les trésoreries bancaires.

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



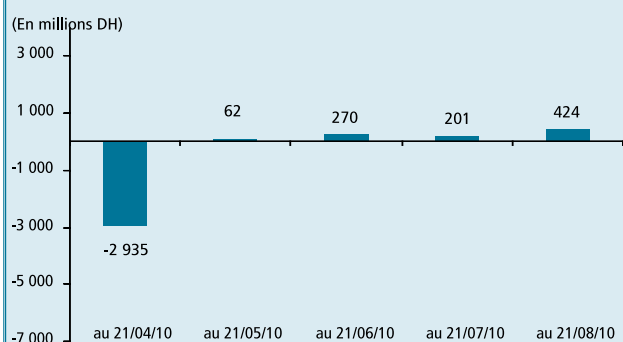
Graphique E 4.1.2 : Position de liquidité et TMP du marché monétaire interbancaire



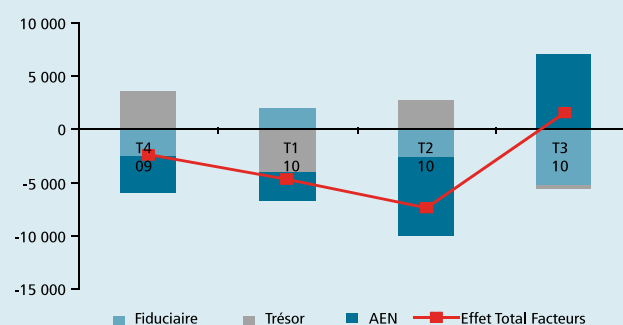
En dépit de l'évolution expansive des facteurs autonomes au cours du troisième trimestre 2010, les volumes d'intervention de la Banque ont augmenté, passant de 15,6 milliards de dirhams au deuxième trimestre 2010 à 23 milliards au troisième trimestre en raison des importants excédents de trésorerie accumulés par le Trésor relatifs aux recettes fiscales (2ème acompte de l'IS au titre de l'année 2010) et non réinjectés dans le marché monétaire sous forme de placements. En conséquence, l'insuffisance moyenne des trésoreries bancaires s'est accentuée; elle est passée de 18,7 milliards au deuxième trimestre 2010 à 25,4 milliards au troisième trimestre.

En effet, les opérations sur avoirs extérieurs ont induit une injection de liquidité de 7,2 milliards de dirhams résultant de la différence entre les cessions de billets de banque étrangers qui ont atteint 10,2 milliards de dirhams et les achats de devises par les banques commerciales qui ont totalisé 3,1 milliards de dirhams. En revanche, les opérations du Trésor ont impacté négativement les trésoreries bancaires de 418 millions de dirhams. Les ressources du Trésor ont totalisé 46,2 milliards de dirhams dont 6,5 milliards attribuables aux souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor. Les charges du Trésor se sont élevées à 45,8 milliards de dirhams, dont 14,4 milliards dus aux remboursements des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire. Par ailleurs, l'augmentation de la circulation de la monnaie fiduciaire a atteint 5,1 milliards de dirhams en raison des vacances d'été. Globalement, les facteurs autonomes ont exercé un effet expansif de 1,6 milliard de dirhams sur les trésoreries bancaires.

Graphique E 4.1.3 : Variation des réserves obligatoires



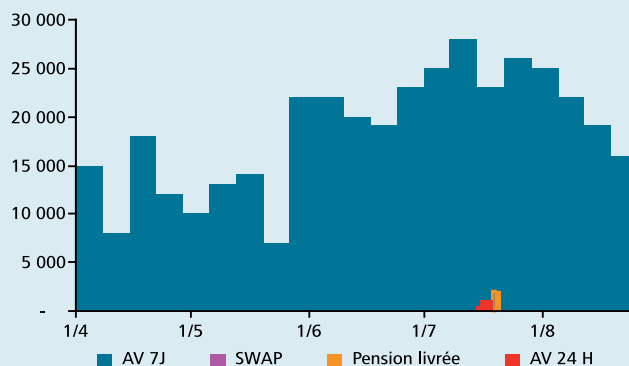
Graphique E 4.1.4 : Evolution de l'effet des facteurs de liquidité



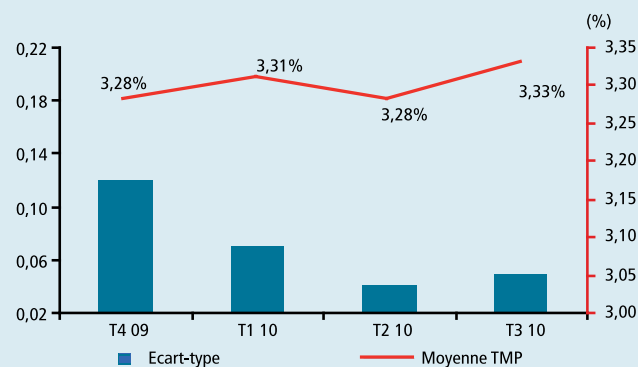
En vue de combler l'insuffisance des trésoreries bancaires qui atteint en moyenne 25,4 milliards au cours de ce trimestre, Bank Al-Maghrib est intervenue au moyen des opérations d'avances à 7 jours pour un montant quotidien moyen de 22,9 milliards de dirhams. Toutefois, en vue de contenir la pression à la hausse subie par le TMP tout au long de ce trimestre, la Banque a également fourni des liquidités au moyen d'une opération de pension livrée pour un montant de 2 milliards de dirhams et des opérations d'avances à 24 heures pour des montants respectifs de 500 millions et 1 milliard de dirhams.

Au cours du troisième trimestre de l'année 2010, le taux moyen pondéré s'est établi en moyenne à 3,33%, en hausse de 6 points de base par rapport au trimestre précédent. En outre, la volatilité du TMP a augmenté de 1 point de base s'établissant à 0,05% contre 0,04% précédemment, principalement en raison de la pression à la hausse subie par le TMP durant le mois de juillet et dont la moyenne s'est élevée à 3,35%.

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



fléchissement des taux appliqués aux facilités de trésorerie et, dans une moindre mesure, au recul de ceux des crédits à la consommation. En revanche, les taux assortissant les crédits à l'équipement sont restés globalement inchangés, tandis que ceux des crédits immobiliers, après le repli enregistré au trimestre précédent, ont été légèrement ajustés à la hausse.

4.1.2 Monnaie, crédit et placements liquides

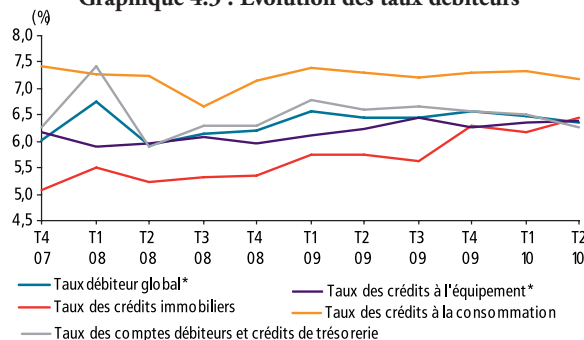
Evolution de M3

Les nouvelles données monétaires, établies depuis mai 2010 conformément aux principes du manuel des statistiques monétaires et financières du FMI, font état de la poursuite de la modération du rythme annuel de croissance de M3, situé en juillet à 6,3% après 6,5% le trimestre précédent. En conséquence, l'excédent monétaire, qui s'est maintenu à un niveau quasiment nul, indique que les pressions inflationnistes d'origine monétaire demeurent globalement contenues à moyen terme.

Cette évolution de l'agrégat M3, qui continue de traduire le ralentissement des crédits et la baisse des avoirs extérieurs nets, recouvre des évolutions différenciées selon les principales composantes.

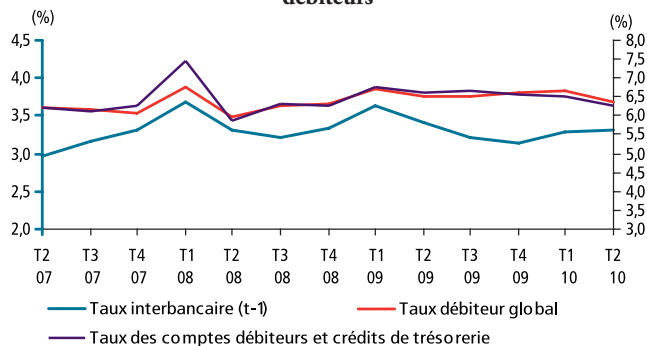
Ainsi, le taux annuel de progression de la monnaie scripturale, qui s'était stabilisé autour de 10,4% en moyenne pendant le premier semestre de l'année, s'est situé à 7,3% en juillet 2010. La décélération a concerné également la monnaie fiduciaire et les placements à vue, leurs hausses annuelles se limitant respectivement à 5,8% et à 7,4%, au lieu de 6,2% et 8,2% durant le trimestre précédent. Pour leur part, les dépôts

Graphique 4.3 : Evolution des taux débiteurs

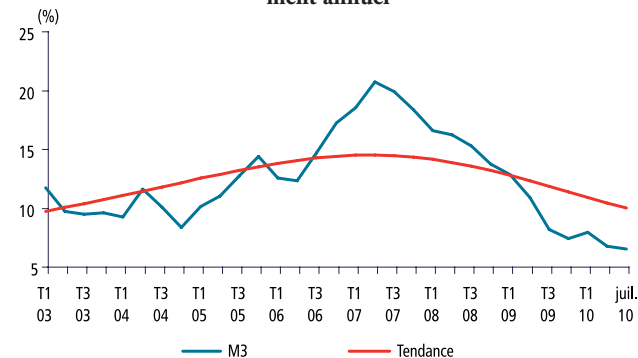


Série révisée *

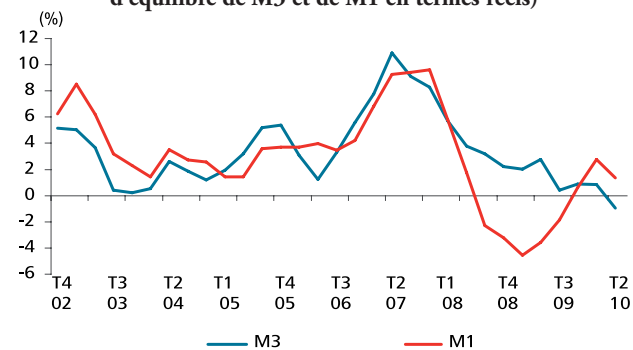
Graphique 4.4 : Evolution du taux interbancaire et des taux débiteurs



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)



à terme, s'inscrivant dans la tendance observée depuis le début de l'année, ont fléchi de 7,3% en juillet, en glissement annuel. En revanche, les titres des OPCVM monétaires, inclus désormais dans la masse monétaire au sens large, ont positivement contribué à la croissance de M3, marquant une hausse en juillet 2010, après la période de ralentissement enregistrée depuis le début de l'année.

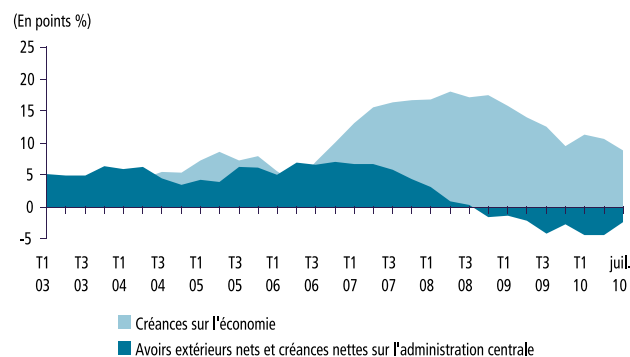
Par agent économique, la structure des dépôts montre que ceux des ménages ont augmenté en juillet à un taux annuel de 4,6%, proche des rythmes constatés pendant les deux derniers trimestres. Ils demeurent ainsi les principaux contributeurs à la croissance des dépôts, comparativement aux sociétés non financières privées, dont la contribution ressort nettement moins importante. En revanche, les dépôts du secteur public continuent de participer négativement à l'évolution des dépôts, en particulier leur avoirs à terme, qui se sont inscrits en baisse en glissement annuel.

Crédit

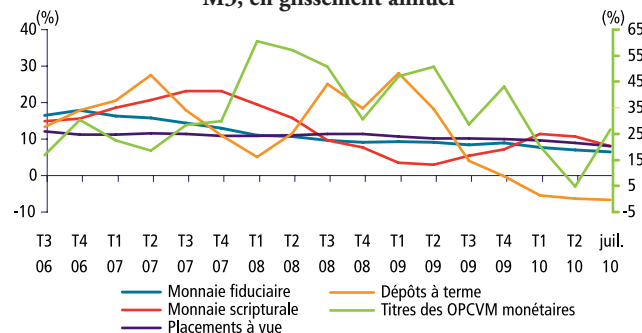
Les dernières données disponibles indiquent que la croissance du crédit, quoiqu'en ralentissement, demeure globalement soutenue. En effet, son rythme annuel de progression, qui s'était établi à 13,8% en moyenne pendant le premier semestre 2010, est revenu à 11,6% en juillet.

La ventilation du crédit par agent économique fait ressortir un nouveau ralentissement des crédits destinés aux sociétés non financières privées, leur taux de croissance en glissement annuel étant revenu de 11,6% au deuxième trimestre à 9% en juillet. Leur contribution à la progression des crédits s'est ainsi située à 4,1 points de pourcentage au lieu de 5,3 points au cours du deuxième trimestre. En revanche, les

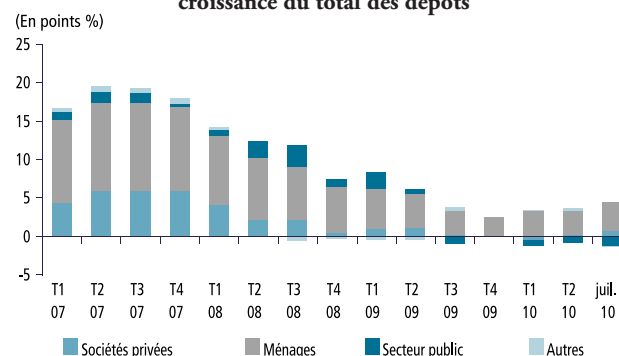
Graphique 4.7 : Contributions des principales contreparties à la croissance de la masse monétaire



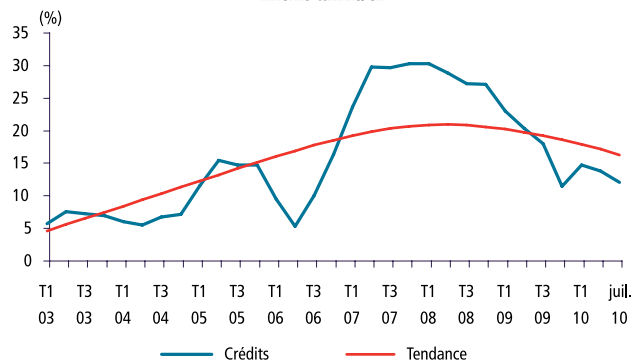
Graphique 4.8 : Evolution des principales composantes de M3, en glissement annuel



Graphique 4.9 : Contributions des agents non financiers à la croissance du total des dépôts



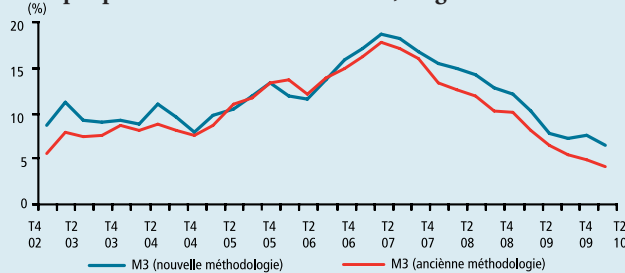
Graphique 4.10 : Croissance du crédit et sa tendance, en glissement annuel



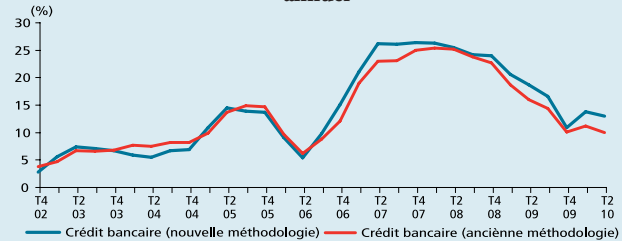
Encadré 4.2: Impact de la réforme des statistiques monétaires

Depuis juin 2010, Bank Al-Maghrib publie les statistiques monétaires conformément aux prescriptions du Manuel des statistiques monétaires et financières (MSMF) du FMI de 2000. L'adoption de cette nouvelle méthodologie s'est notamment traduite par un accroissement de la masse monétaire, suite principalement à la prise en compte de nouveaux agents économiques au niveau des secteurs émetteur et détenteur de la monnaie. Ainsi, le secteur émetteur de la monnaie, composé des sociétés financières dont certains éléments du passif sont inclus dans la nouvelle définition de la masse monétaire et qui sont qualifiés de « Institutions de Dépôts », comprend désormais, outre Bank Al-Maghrib et les banques commerciales, les OPCVM monétaires. En effet, selon la nouvelle méthodologie, les titres émis par ces derniers répondent aux critères de choix des actifs monétaires, dans la mesure où ils sont rapidement et facilement transformés en moyens de paiement sans risque important de perte en capital. Quant au secteur détenteur de la monnaie, il a été élargi à l'ensemble des secteurs institutionnels résidents, autres que les institutions de dépôts et l'administration centrale. L'objectif de cet encadré consiste à analyser l'impact du passage à la nouvelle méthodologie des statistiques monétaires sur le cadre de conduite de la politique monétaire à BAM. Il s'agit, en effet, de vérifier si l'évaluation des pressions monétaires sur les prix au cours de la période récente aurait été la même que celle basée sur les statistiques de l'ancienne méthodologie. A cet effet, l'analyse a été focalisée sur les deux principales séries les plus pertinentes pour l'analyse des pressions d'origine monétaire, à savoir l'agrégat au sens large M3 et le crédit.

Graphique E 4.2.1 : Evolution de M3, en glissement annuel

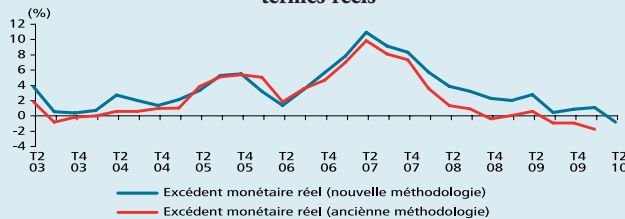


Graphique E 4.2.2 : Evolution du crédit, en glissement annuel

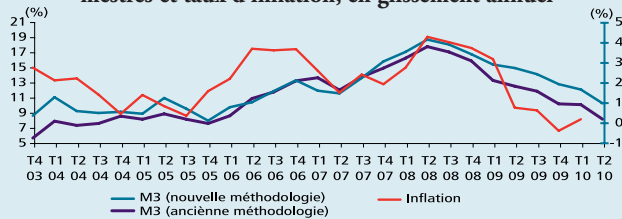


Les nouvelles séries de M3 et du crédit ont évolué à des rythmes assez élevés jusqu'en 2008, avant de marquer un retournement de tendance à partir de 2009, avec un mouvement de ralentissement continu. Les graphiques (4.2.1 et 4.2.2) retracent l'évolution similaire entre les anciennes et nouvelles séries, ainsi que la concordance entre les différents points de retournement. Certes, depuis le quatrième trimestre 2008, l'indicateur de l'excédent monétaire selon l'ancienne série de M3 ressort avec un signe inverse de celui basé sur la nouvelle série. Toutefois, dans les deux cas, cet indicateur n'était pas significativement différent de 0 (graphique 4.2.3).

Graphique E 4.2.3 : Evolution de l'excédent monétaire en termes réels



Graphique E 4.2.4 : Masse monétaire retardée de 4 trimestres et taux d'inflation, en glissement annuel



Par ailleurs, le graphique 4.2.4 laisse apparaître une corrélation positive entre d'une part, les variations annuelles de l'ancienne et de la nouvelle série de M3 retardées de quatre trimestres et d'autre part, l'inflation mesurée par l'IPC en glissement annuel. De même, les résultats des tests de significativité de la croissance de M3 (tableau E2.1) indiquent qu'à partir du retard quatre, aussi bien l'ancienne série de M3 que celle basée sur la nouvelle méthodologie, contribuent significativement à expliquer l'évolution future de l'inflation au Maroc (au seuil de 5%).

Tableau E2.1 : Test de causalité de Granger entre M3 (en glissement annuel) et l'inflation

Retards en trimestres	Hypothèse	F-Statistic	Probabilité
2	M3 (nouvelle série) ne cause pas l'inflation	2,36	0,12
2	M3 (ancienne série) ne cause pas l'inflation	3,18	0,06
4	M3 (nouvelle série) ne cause pas l'inflation	7,29	0,00
4	M3 (ancienne série) ne cause pas l'inflation	5,20	0,01
6	M3 (nouvelle série) ne cause pas l'inflation	4,86	0,01
6	M3 (ancienne série) ne cause pas l'inflation	5,47	0,01
8	M3 (nouvelle série) ne cause pas l'inflation	4,12	0,07
8	M3 (ancienne série) ne cause pas l'inflation	16,63	0,00

Sources : HCP et calculs BAM

concours destinés aux ménages ont augmenté en juillet de 11,2% après 10% environ au deuxième trimestre, affichant une contribution de 3,8 points contre 3,3 points au trimestre précédent.

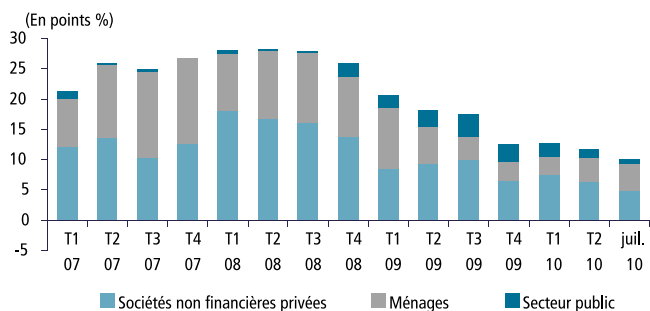
Par objet économique, l'évolution du crédit recouvre des évolutions divergentes de ses principales catégories. En effet, les facilités de trésorerie, après avoir marqué une hausse de 5,7% en glissement annuel au terme du deuxième trimestre, se sont inscrites en baisse de 1% en juillet 2010. Concernant les prêts immobiliers et les crédits à la consommation, ils ont de nouveau marqué une décélération, leur taux d'accroissement annuel s'étant situés respectivement à 10,4% et à 14,7% en juillet contre 12% et 17,2% au trimestre précédent. En revanche, les crédits à l'équipement continuent d'afficher un taux de croissance élevé, passant de 23,1% au deuxième trimestre à 26,2% en juillet.

Autres sources de création monétaire

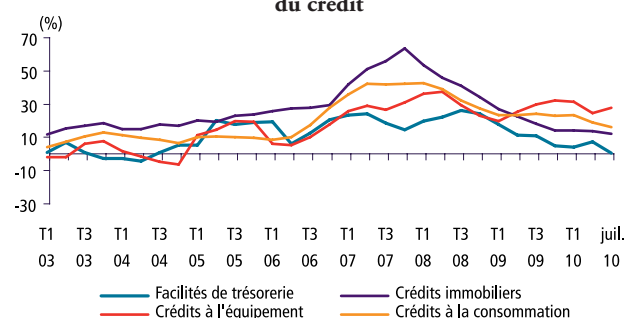
Au cours du deuxième trimestre de l'année 2010, les avoirs extérieurs nets ont accusé un repli de 8,2% par rapport à leur niveau enregistré au titre de la même période de l'année 2009. Cette évolution est liée essentiellement au creusement du déficit commercial et la diminution des recettes au titre des investissements et prêts privés étrangers. En dépit d'une augmentation en juillet de 2,7%, la plus importante durant les deux dernières années, l'encours des réserves de change demeure inférieur de 6,7% à celui observé une année auparavant.

Concernant les créances nettes sur l'administration centrale, après avoir connu une diminution annuelle de 21,6% au deuxième trimestre, elles se sont inscrites, de nouveau, en fléchissement de 8,8% en juillet, suite essentiellement à la baisse des créances nettes des autres institutions des dépôts.

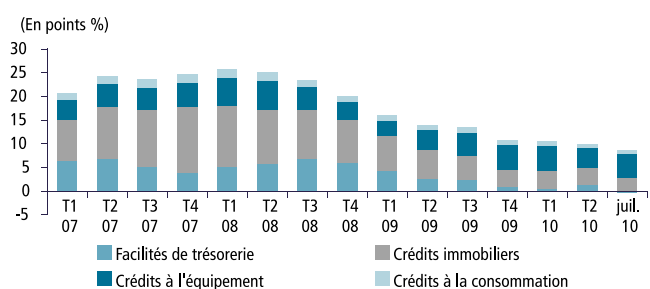
Graphique 4.11 : Contribution des agents non financiers à la croissance du crédit



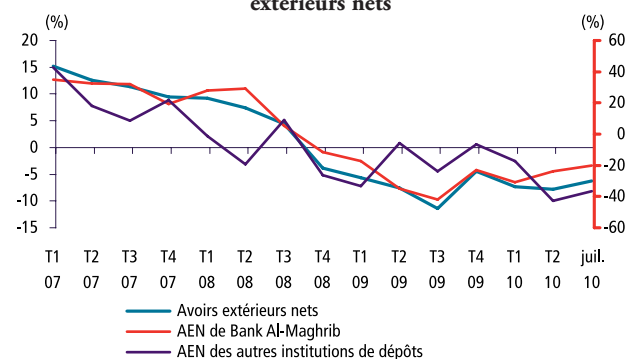
Graphique 4.12 : Croissance annuelle des principales catégories du crédit



Graphique 4.13 : Contribution des différentes catégories à la croissance annuelle du crédit



Graphique 4.14 : Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets



Placements liquides

Au cours du mois de juillet 2010, bien qu'en ralentissement, le rythme annuel de progression du total des agrégats de placements liquides demeure soutenu, s'établissant à 20,7% au lieu de 24,8% au titre du deuxième trimestre.

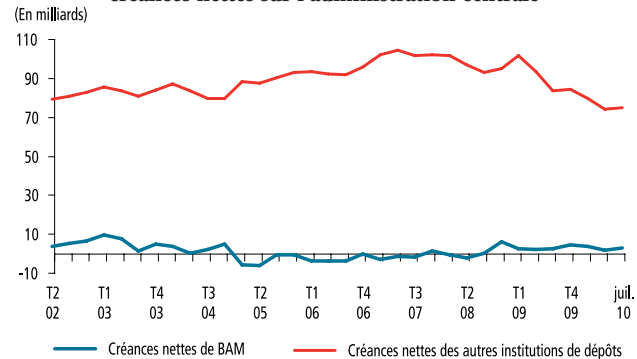
Cette évolution est tirée par celle des actifs inclus dans l'agrégat PL1, en particulier les bons du Trésor négociables, qui en constituent la principale composante. En effet, après avoir marqué des hausses importantes durant le premier semestre 2010, l'encours de ces bons a vu sa croissance annuelle ralentir en juillet, suite essentiellement au faible volume d'activité sur le marché des bons du Trésor. De même, les titres des OPCVM actions et diversifiés recensés dans l'agrégat PL3 ont poursuivi leur ralentissement, reflétant l'évolution des cours sur la bourse de Casablanca.

Quant aux titres des OPCVM obligataires inclus dans l'agrégat PL2, ils ont de nouveau augmenté, en raison principalement de l'appréciation de leurs valeurs, elle-même liée à la baisse des rendements sur le marché secondaire des bons du Trésor.

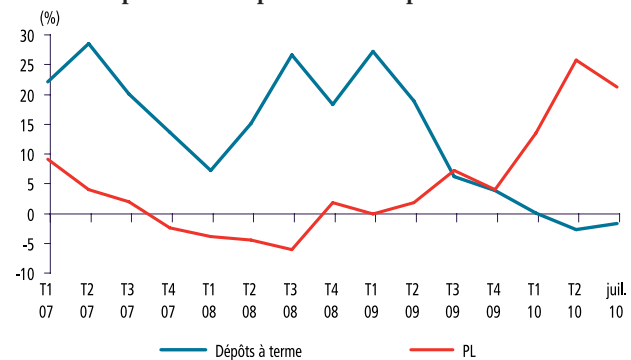
Taux de change

Au terme du deuxième trimestre de l'année 2010 et par rapport au trimestre précédent, la monnaie nationale s'est appréciée de 1,55% par rapport à l'euro. Dans le même temps, elle s'est échangée contre le dollar, le yen japonais et la livre sterling à des niveaux inférieurs à ceux observés en moyenne durant le trimestre précédent, respectivement de 6,71%, de 5,23% et de 2,30%. En juillet et août, le dirham s'est inscrit, en moyenne, en hausse de 1,03% vis-à-vis du dollar et s'est déprécié de 0,23% par rapport à l'euro.

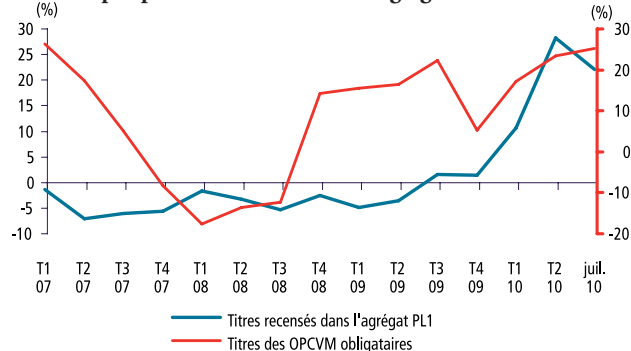
Graphique 4.15 : Evolution trimestrielle de l'encours des créances nettes sur l'administration centrale



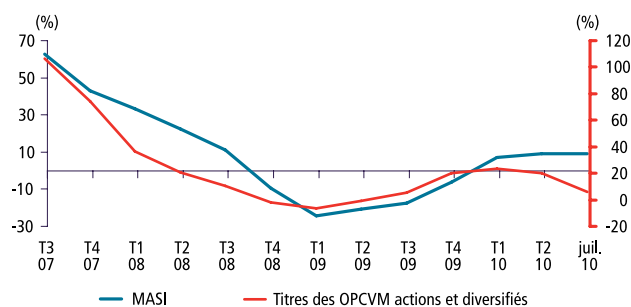
Graphique 4.16 : Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme



Graphique 4.17 : Evolution des agrégats PL1 et PL2

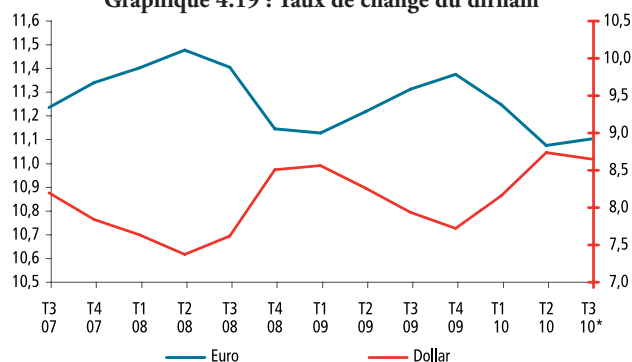


Graphique 4.18 : Croissance annuelle de PL4 et du Masi



Pour sa part, le taux de change effectif nominal du dirham, calculé à partir des taux de change bilatéraux vis-à-vis des principaux partenaires et concurrents du Maroc, s'est déprécié, de nouveau, de 1% comparativement à son niveau du trimestre précédent. Dans le même temps, l'évolution favorable du différentiel d'inflation s'est traduite par une dépréciation du dirham de 1,6% en termes réels.

Graphique 4.19 : Taux de change du dirham



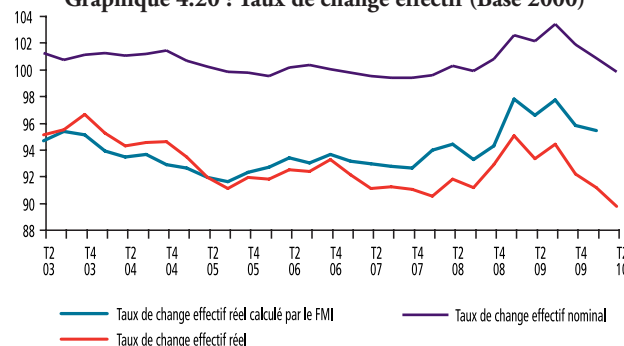
* L'observation du troisième trimestre 2010 correspond à la moyenne arithmétique des données allant du 1^{er} juillet au 24 août.

4.2 Prix des actifs

4.2.1 Actifs immobiliers

Au niveau international, les dernières données disponibles, au deuxième trimestre 2010, confirment la reprise, observée à partir du quatrième trimestre 2009, des prix des actifs immobiliers. En effet, ces prix ont progressé de 4,6% en glissement annuel au Royaume-Uni, tandis qu'en Espagne, leur rythme de baisse s'est limité à 3,6%, après 4,5% au premier trimestre.

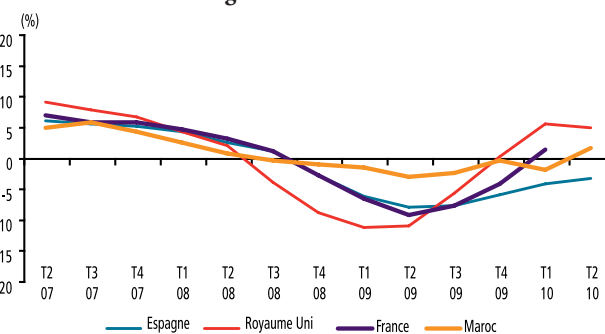
Graphique 4.20 : Taux de change effectif (Base 2000)



Source : calcul de BAM et du FMI

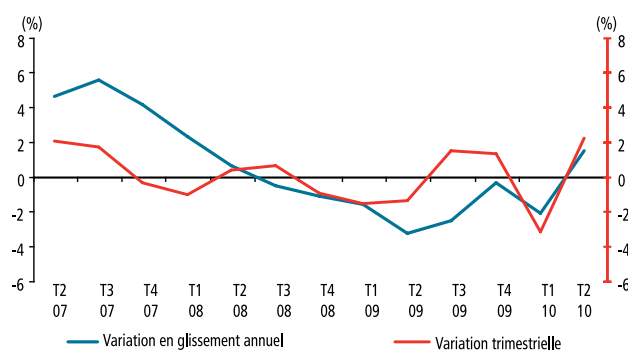
Au Maroc, l'indice des prix des actifs immobiliers (IPAI) s'est inscrit en hausse de 2,2% au deuxième trimestre 2010, après avoir accusé une baisse de 3,2% un trimestre auparavant. En glissement annuel, l'IPAI a augmenté de 1,4%, après un recul de 2,1% enregistré au cours du premier trimestre.

Graphique 4.21 : Indice des prix des actifs immobiliers en Espagne, au Royaume-Uni, en France et au Maroc, en glissement annuel



Dans le même temps, les ventes des biens immobiliers résidentiels immatriculés au niveau de l'ANCFCC ont poursuivi leur tendance baissière au cours du deuxième trimestre 2010, soit un recul de 11% sur un an, s'établissant à 14 735 transactions. Ce repli a concerné aussi bien les appartements que les maisons dans des proportions différentes. Les ventes des villas, ayant, en revanche, enregistré une légère hausse.

Graphique 4.22 : Indice des prix des actifs immobiliers (IPAI)



Contrairement au trimestre précédent, la tendance haussière des prix des actifs immobiliers semble corrélée avec celle des crédits à l'habitat, ces derniers ayant enregistré une hausse de près de 13%, en glissement annuel. L'indice boursier de l'immobilier s'est, quant à lui, accru de 3,2% d'un trimestre à l'autre, accusant, en revanche, une baisse sensible de 15,3%, en glissement annuel.

4.2.2. Cours des actions

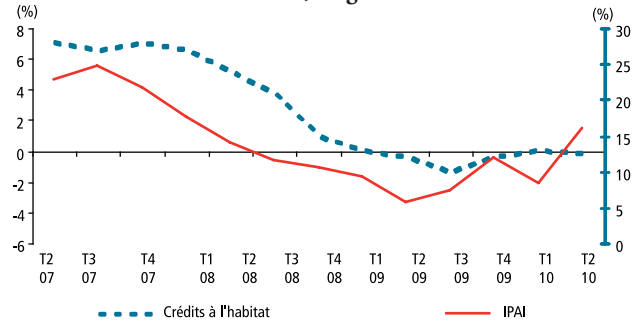
Le MASI a poursuivi son trend haussier au deuxième trimestre 2010, marquant un accroissement de 3,1% par rapport au premier trimestre 2010 et une performance annuelle de 12,3%. En revanche, cet indice a accusé une baisse de 0,3% à fin août, après une légère hausse de 0,1% en juillet. De même, l'indice du secteur de l'immobilier a enregistré une progression de 1,36% à l'issue du deuxième trimestre, affichant toutefois une diminution de 6,7% à fin août.

Quant au PER de la place de Casablanca, il est passé, d'un trimestre à l'autre, de 16,9 à 18,1 et est revenu à 17,9 à fin août, demeurant à un niveau élevé par rapport à d'autres marchés boursiers de pays comparables. En outre, le Price Book Ratio, s'est situé à 3,2 au terme du mois d'août.

Pour sa part, le volume des transactions a augmenté de 39,8%, atteignant 58,6 milliards de dirhams au deuxième trimestre 2010, contre près de 42 milliards au terme du premier trimestre. Il est revenu à 13,6 milliards à fin août.

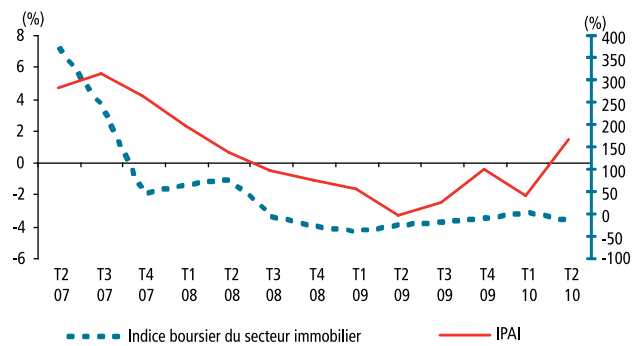
La capitalisation boursière s'est, de son côté, accrue de 1,6% au deuxième trimestre, atteignant 569,5 milliards de dirhams. Toutefois,

Graphique 4.23 : Indice des prix des actifs immobiliers et crédits à l'habitat*, en glissement annuel

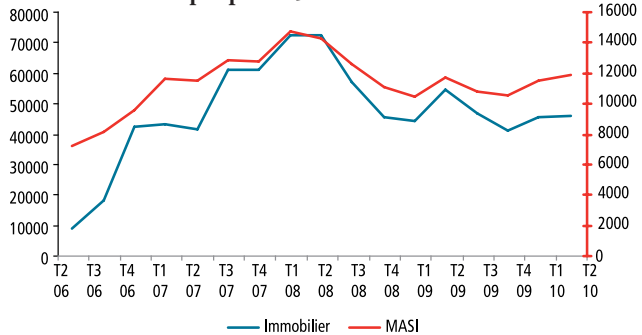


* Compte non tenu de crédits destinés à la promotion immobilière

Graphique 4.24 : Indice des prix des actifs immobiliers et indice boursier du secteur immobilier, en glissement annuel



Graphique 4.25 : Indices boursiers



Sources : Datastream, CFG

Tableau 4.3 : Valorisation du marché des actions

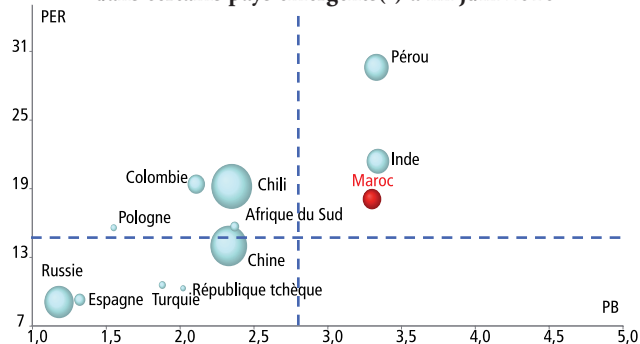
PER	T2 :09	T3 :09	T4:09	T1 :10	T2 :10	Juil. :10	août : 10
Argentine	12,4	17,0	16,5	17,5	12,0	10,5	10,9
Brésil	9,6	11,1	12,8	16,3	14,8	15,2	12,8
Mexique	16,6	18,1	19,7	17,0	13,5	14,1	14,0
Turquie	8,4	10,8	9,9	10,9	12,0	11,6	11,7
Maroc	16,4	15,8	15,7	16,9	18,1	17,5	17,9

Sources : Datastream et CFG

les données les plus récentes font apparaître une baisse à fin août de la capitalisation boursière, s'établissant à 529,3 milliards.

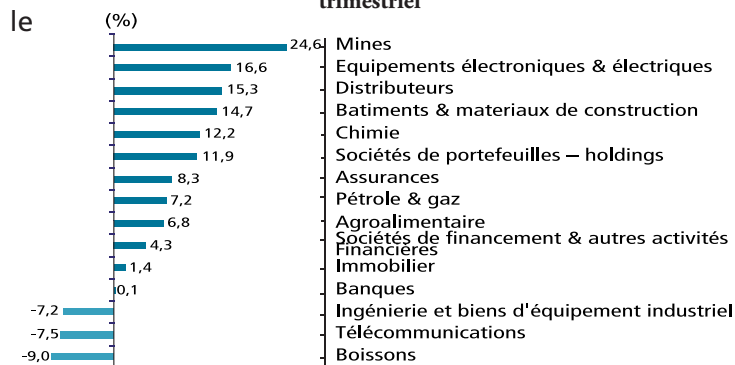
Au niveau des indices sectoriels, exceptés les secteurs de l'ingénierie et des biens d'équipement industriel, des télécommunications et des boissons qui ont accusé des baisses respectives de 7,2%, de 7,5% et de 9%, tous les autres secteurs ont enregistré des hausses, d'un trimestre à l'autre. Ainsi, l'indice relatif au secteur des loisirs et hôtels a enregistré la plus importante augmentation, soit 42,2%, tandis que les autres secteurs ont connu des progressions variant de 0,1% pour le secteur bancaire à 24,6% pour le secteur des mines.

Graphique 4.26 : Valorisation du marché boursier au Maroc et dans certains pays émergents(*) à fin juin 2010



(*) La taille des bulles est en fonction du ratio [Capitalisation boursière] / [PIB].
Source: Datastream, CFG Gestion, et calculs Bank Al Maghrib

Graphique 4.27 : Evolution des indices sectoriels, en glissement trimestriel



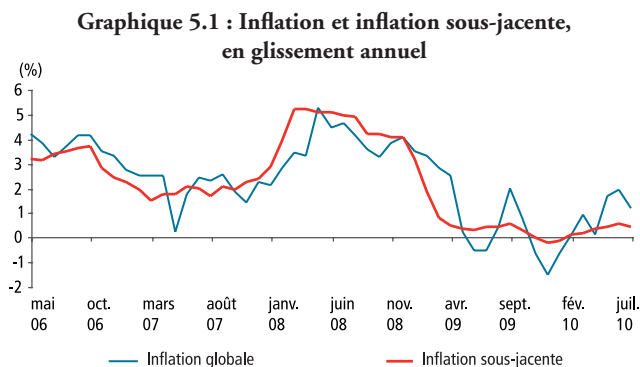
5. ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Les données relatives au deuxième trimestre et au mois de juillet 2010 confirment les prévisions de Bank Al-Maghrib publiées dans le dernier Rapport sur la politique monétaire (RPM). En effet, l'évolution des prix est demeurée modérée, à la faveur de l'absence de pressions significatives émanant de la demande et du niveau encore faible de l'inflation chez nos principaux partenaires commerciaux. Ainsi, après avoir enregistré 1,7% en mai et 1,9% en juin, l'inflation annuelle est revenue à 1,1% en juillet, s'établissant en moyenne à 1,2% au deuxième trimestre 2010. Pour sa part, l'inflation sous-jacente, qui traduit la tendance fondamentale des prix, n'a connu que de très faibles variations autour d'une moyenne légèrement supérieure à zéro depuis plusieurs mois, se stabilisant ainsi à 0,4% entre le deuxième trimestre et le mois de juillet. L'évolution de l'inflation sous-jacente continue de refléter l'effet négatif de la variation des prix des biens échangeables (IPCXE) et la modération de la hausse de ceux des biens non échangeables (IPCXNE) hors produits alimentaires volatils et produits réglementés. En juillet, les contributions de ces deux composantes à l'inflation globale se sont établies à -0,4 et à 0,6 point de pourcentage respectivement. Par ailleurs, en dépit des hausses ponctuelles des cours du pétrole à l'échelle internationale durant le mois de juin, leur maintien à des niveaux modérés a contribué au ralentissement de la hausse des prix à la production dans les branches manufacturières, revenue à 6,4% en juillet après 7,5% en juin et 11,6% en mai.

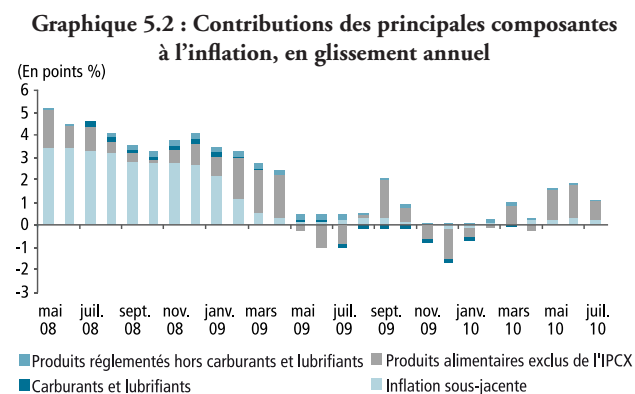
5.1 Evolution de l'inflation

En l'absence de pressions significatives de la demande et d'une hausse sensible des prix chez nos principaux partenaires, l'inflation mesurée par l'accroissement annuel de l'indice des prix à la consommation (IPC) est restée relativement faible. Globalement, l'analyse rétrospective montre que l'inflation a significativement diminué après le pic atteint en mai 2008, en raison de la baisse tendancielle de l'inflation des produits alimentaires, en particulier de base. Cette évolution s'est poursuivie jusqu'en décembre 2009 où l'inflation est revenue à -1,6% avant de renouer avec la hausse, tirée essentiellement par le renchérissement de la composante « produits alimentaires volatils » et l'atténuation de la baisse annuelle des prix de certains produits alimentaires de base. Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés qui représentent environ 33% du panier de l'IPC, l'inflation sous-jacente a également reculé, tout en affichant un profil moins volatil.

Après avoir atteint 1,7% en mai et 1,9% en juin, l'inflation est revenue à 1,1% en juillet 2010,



Sources : HCP et calculs BAM



Sources : HCP et calculs BAM

en raison principalement du ralentissement notable de la hausse des prix de la composante « produits alimentaires volatils », elle-même liée à l'atténuation de la hausse des prix des légumes et des fruits frais respectivement de 28,6% à 13,8% et de 11,1% à 8,7%. L'augmentation des prix des produits non alimentaires est restée inchangée à 0,9% alors que les tarifs des carburants et lubrifiants sont restés stables aussi bien d'un mois à l'autre qu'en variation annuelle. Globalement, le niveau modéré des prix de cette rubrique s'explique, dans un contexte de volatilité accrue des cours du pétrole, par le gel du mécanisme d'indexation qui isole le marché national des fluctuations observées à l'international et oriente l'impact des variations du prix du pétrole vers le budget de l'Etat, à travers la Caisse de compensation. S'agissant des prix des produits réglementés hors carburants et lubrifiants, ils ont progressé à un rythme de 0,4%.

Pour sa part, l'inflation sous-jacente reste à des niveaux faibles depuis plusieurs mois, s'établissant à 0,4% en juillet, après 0,5% en juin et 0,4% en mai. Son écart absolu par rapport à l'inflation globale, qui était de l'ordre de 1,4 point en juin, s'est ainsi contracté de moitié en juillet pour s'établir à 0,7 point.

5.2 Biens échangeables et Biens non échangeables

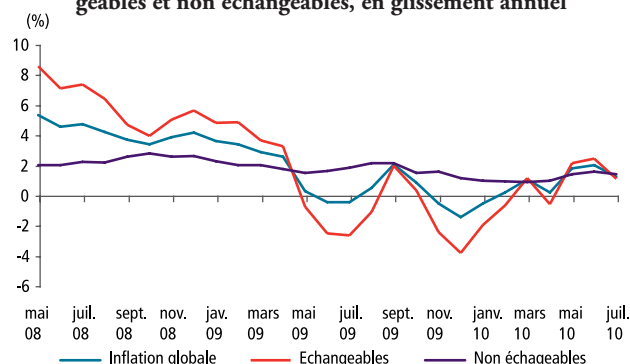
L'analyse de l'inflation est effectuée également en décomposant l'indice des prix à la consommation en indicateur de prix des biens échangeables et celui des biens non échangeables dont les pondérations représentent, respectivement, 49% et 51% de l'indice global. Avant mai 2009, l'inflation des échangeables contribuait positivement et de manière significative à l'inflation globale, tandis que les prix des non échangeables

Tableau 5.1 : Inflation et ses composantes

	Variation mensuelle (%)			Glissement annuel (%)		
	mai 10	juin 10	juil. 10	mai 10	juin 10	juil. 10
Inflation globale	0,0	-1,0	-0,6	1,7	1,9	1,1
dont:						
- Produits alimentaires exclus de l'inflation sous-jacente	0,1	-7,2	-4,1	9,9	12,0	6,5
- Carburants et lubrifiants	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
- Produits réglementés hors carburants et lubrifiants	0,1	0,0	0,0	0,5	0,5	0,5
Inflation Sous-jacente	0,1	0,3	0,2	0,4	0,5	0,4
dont :						
- Produits alimentaires	-0,1	0,1	0,1	-0,6	-0,3	-0,4
- Articles d'habillement et chaussures	-0,2	-0,3	-0,2	0,3	0,2	-0,1
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles*	0,1	0,1	0,0	0,8	0,9	0,7
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,1	0,1	-0,1	0,8	0,9	0,7
- Santé*	0,3	0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,2
- Transport*	-0,1	0,0	0,0	0,5	0,2	0,2
- Communication	-0,1	0,0	0,0	-0,4	-0,5	-0,5
- Loisirs et cultures	-0,2	-0,3	-0,1	-0,6	-0,9	-0,9
- Enseignement	0,0	0,0	0,0	3,8	3,8	3,8
- Restaurants et hôtels	0,1	0,2	0,3	3,0	2,9	2,6
- Biens et services divers	0,1	0,1	0,3	1,3	1,4	1,7

* hors produits réglementés
Sources : HCP et calculs BAM

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



Sources : HCP et calculs BAM

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

Produits (Dh/Litre)	déc. 08	fév. 09	avr. 09	juil. 09	janv. 10	avr. 10	Juil. 10
Super carburant	11,25	10,25	10,25	10,25	10,25	10,25	10,25
Gasoil*	7,22	7,22	-	-	-	-	-
Gasoil 350/50*	10,13	7,50	7,15	7,15	7,15	7,15	7,15
Fuel industriel (Dh/Tonne)	3374	3074	3074	3074	3074	3074	3074

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

progressaient à des rythmes modérés et quasi-stables. Par la suite, les prix des échangeables se sont inscrits en baisse parallèlement à l'évolution des prix de certains produits frais. En juillet, l'indice des biens échangeables a progressé de 1,0%, après avoir augmenté de 2,3% en juin, contribuant ainsi de 0,5 point de pourcentage à l'inflation globale, au lieu de 1,2 point de pourcentage un mois auparavant. Compte non tenu des composantes « produits alimentaires volatils » et « produits réglementés », les prix des produits échangeables ressortent en baisse en glissement annuel depuis mars 2009. L'inflation des échangeables, sensiblement corrélée avec la variation des prix à la consommation à l'international (graphique 5.6), s'est établie à -1% en juillet, après -1,2% en juin, en raison de l'atténuation de la baisse annuelle des prix des céréales et des huiles. Son évolution est due également, mais dans une moindre mesure, à la baisse des prix des biens de consommation durable. Pour sa part, le rythme de progression de l'indice des prix des non échangeables hors produits volatils et réglementés, qui revêt un intérêt particulier pour l'évaluation des tensions inflationnistes d'origine interne, a évolué aux alentours de 2% depuis début 2009, après s'être inscrit en hausse quasi continue en 2008. En juillet, il est ressorti à 2% après 2,4% en juin, reflétant le ralentissement de la hausse des prix des viandes fraîches et des services de la restauration.

5.3. Biens et services

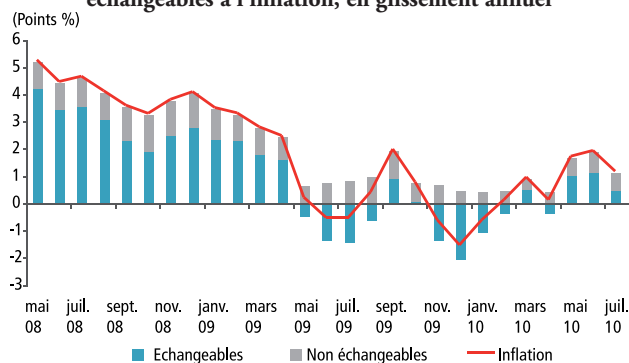
Constitués principalement de biens alimentaires volatils, les biens non transformés ont été, au même titre que le mois précédent, à l'origine de la décélération de l'inflation en juillet. Les biens transformés, les services ainsi que les carburants et lubrifiants ont évolué à des rythmes comparables à ceux du mois précédent. Le ralentissement de l'inflation des biens non transformés de 8,1% à 4,5% a entraîné

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

	Evolution en variation mensuelle (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	mai 10	juin 10	juil. 10	mai 10	juin 10	juil. 10
Biens échangeables	0,0	-2,1	-1,6	2,0	2,3	1,0
Biens non échangeables	0,0	0,2	0,6	1,3	1,5	1,3

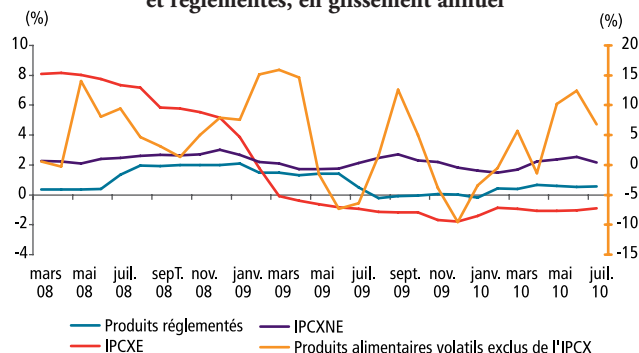
Sources : HCP et calculs de BAM

Graphique 5.4 : Contribution des échangeables et des non échangeables à l'inflation, en glissement annuel



Sources : HCP et calculs BAM

Graphique 5.5 : Evolution des prix des produits échangeables et non échangeables hors produits alimentaires volatils et réglementés, en glissement annuel



* Il s'agit des produits échangeables/non échangeables hors produits alimentaires volatils et réglementés

Sources : HCP et calculs BAM

Tableau 5.4 : Indices des prix des biens échangeables et non échangeables hors produits volatils et réglementés

	Contributions à l'inflation en variation mensuel		Contributions à l'inflation en glissement annuel	
	juin 10	juil.10	juin 10	juil.10
Produits Exclus de l'IPCX	-1,0	-0,6	1,5	0,9
Dont :				
Produits réglementés	0,0	0,0	0,1	0,1
Produits alimentaires volatils	-1,0	-0,6	1,5	0,8
IPCXE	0,0	0,0	-0,4	-0,4
IPCXNE	0,0	0,0	0,8	0,6

Sources : HCP et calculs BAM

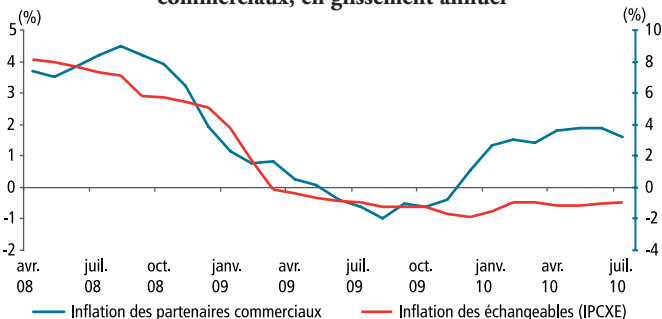
une contraction de leur contribution à l'inflation en glissement annuel, revenue à 1 point de pourcentage au lieu de 1,7 point de pourcentage un mois auparavant. Les prix des biens transformés hors carburants et lubrifiants, quasi-inchangés d'un mois à l'autre, demeurent en baisse de 0,8% en glissement annuel à fin juillet. L'effet baissier qu'exerce cette composante sur l'inflation tend à s'affaiblir, sa contribution étant passée de -0,7 point de pourcentage en décembre 2009 à -0,4 point de pourcentage en juin et -0,3 en juillet 2010. Quant à la contribution annuelle des prix des services à l'inflation globale, elle est restée stable à 0,5 point de pourcentage et ce, depuis janvier dernier.

5.4 Indice des prix à la production industrielle

La hausse annuelle des prix à la production industrielle a poursuivi son ralentissement, revenant de 11,6% en mai et 7,5% en juin à 6,4% en juillet. Cette évolution reflète essentiellement celle des prix de la composante « cokéfaction et raffinage » dont le rythme de progression a reculé de 30,5% en juin à 24,9% en juillet, contribuant ainsi à hauteur de 6,2 points de pourcentage à la hausse de l'indice de référence, contre 7,3 points un mois auparavant.

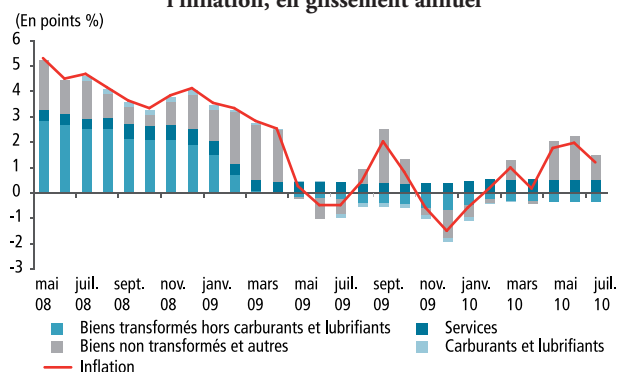
Compte non tenu de la branche cokéfaction et raffinage, l'indice des prix à la production a enregistré une légère hausse annuelle de 0,2% après celle de 0,3% traduisant ainsi la poursuite de la modération des coûts de production hors énergie. Cette évolution recouvre l'accélération de la hausse de l'indice des prix de la branche « industrie du papier et du carton » passant de 8,2% à 12,1% et l'atténuation de la progression des prix de la branche « industrie chimique » à 0,2% au lieu de 0,5% un mois auparavant. Pour sa part, l'indice de la branche alimentaire a accusé une baisse de 1,1%, plus importante que celle de 0,9% observée en juin. Les prix appartenant aux autres branches industrielles ont connu des variations divergentes, allant de 3,1% pour la branche « métallurgie » à -2,7% pour la branche « travail

Graphique 5.6 : Evolution de l'inflation des biens échangeables hors produits volatils et réglementés et celle des partenaires commerciaux, en glissement annuel



Source : 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

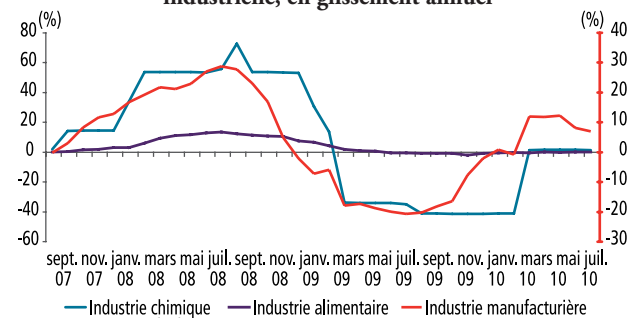
Tableau 5.5 : Indices des prix des biens et services

	Evolution en variation mensuelle (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	mai 10	juin 10	juil. 10	mai 10	juin 10	juil. 10
Biens transformés*	0,0	0,0	0,1	-0,9	-0,8	-0,8
Biens non transformés et autres	0,0	-4,2	-2,5	6,8	8,1	4,5
Services	0,1	0,0	0,1	1,6	1,6	1,5
Carburants et lubrifiants	0,0	0,0	0,0	0,1	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

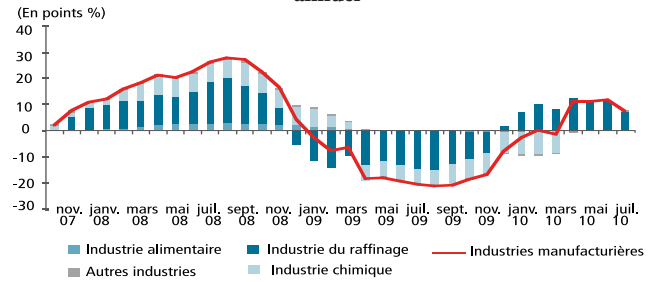
des métaux ». Globalement, la contribution des prix des branches hors cokéfaction et raffinage à la hausse de l'indice de référence a été de l'ordre de 0,1 point de pourcentage.

5.5 Anticipations d'inflation

Les anticipations d'inflation sont évaluées en examinant les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib. Ces derniers indiquent qu'en juillet 2010, le pourcentage des chefs d'entreprise ayant prévu une stagnation de l'inflation a enregistré une hausse pendant la période allant d'avril à juin 2010 avant d'accuser une baisse au cours du mois de juillet tout en restant à un niveau élevé. Pendant la même période, le pourcentage de ceux ayant anticipé une hausse de l'inflation a enregistré une baisse avant de marquer un léger redressement durant le mois de juillet (graphique 5.11).

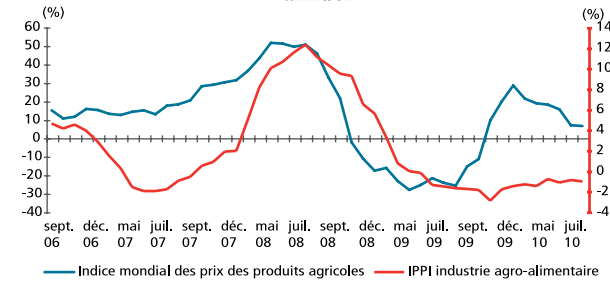
Selon les pronostics des chefs d'entreprises, le solde d'opinion indique que les prix à la production des produits finis devraient poursuivre leur hausse et ce, dans l'ensemble des branches à l'exception des industries du textile et du cuir, des industries mécaniques et métallurgiques et des industries électriques et électroniques (graphique 5.12).

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



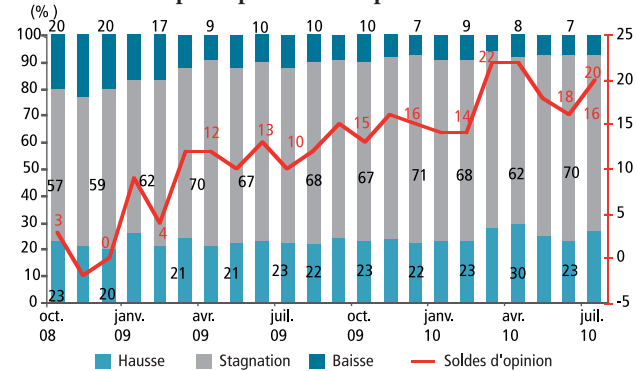
Sources : HCP et calculs BAM

Graphique 5.10 : Evolution des prix des produits alimentaires au Maroc et sur les marchés internationaux, en glissement annuel



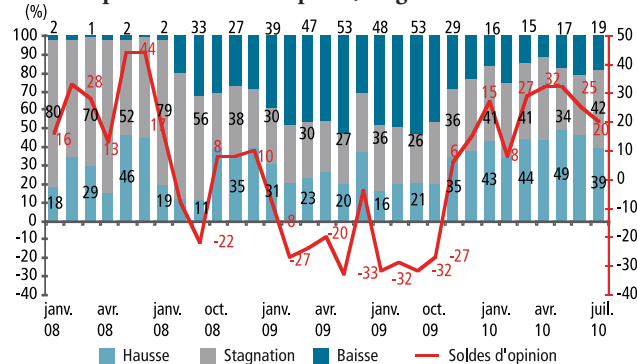
Sources : Banque mondiale, HCP et calculs de BAM

Graphique 5.11 : Perception de l'inflation selon les chefs des entreprises pour les trois prochains mois



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

Graphique 5.12 : Evolution des prix des produits industriels et pronostics des entreprises, en glissement annuel



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

6. PERSPECTIVES DE L'INFLATION

Cette section présente l'évolution de l'inflation jugée la plus probable (prévision centrale) au cours des six prochains trimestres et examine les principaux risques qui lui sont associés (balance des risques). Le scénario de la prévision centrale est donc conditionné par les hypothèses et les évolutions envisagées pour une série de variables affectant l'activité et l'inflation. Sous l'hypothèse de la non-matérialisation des principaux facteurs de risque identifiés, l'évolution de l'inflation à l'horizon des six prochains trimestres reste en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, avec une prévision moyenne de l'ordre de 1,9%. En comparaison avec le RPM du mois de juin 2010, cette prévision a été revue à la hausse (1,7% auparavant). Au cours de l'année 2010, l'inflation devrait se situer autour de 1%, un niveau légèrement inférieur à celui communiqué dans le cadre du dernier Rapport sur la Politique Monétaire (1,2%). La balance des risques pour le présent exercice de prévision est légèrement orientée à la hausse en raison des incertitudes entourant l'évolution future des prix à l'importation.

6.1 Hypothèses du scénario de base

6.1.1 Environnement international

L'activité mondiale continue d'afficher des taux de croissance positifs malgré les perturbations financières qui ont marqué le second trimestre de l'année en cours. En effet, grâce à la rigueur de la reprise chez les pays émergents, particulièrement en Asie, la production industrielle et le commerce international ont enregistré des progressions notables. De même, la demande privée s'est raffermie montrant ainsi des signes prometteurs de croissance et confirmant, par la même occasion, le regain de confiance chez les consommateurs convoité notamment par les mesures de relances exceptionnelles qui ont suivi la crise.

Toutefois, l'activité dans les économies avancées semble toujours évoluer à un rythme modéré et caractérisé par des différences substantielles d'un pays à l'autre. En effet, le deuxième trimestre de l'année en cours a été marqué par une croissance de l'ordre de

3,7% en Allemagne et de 3% aux Etats-Unis ; pour sa part, la France a enregistré un taux de croissance de 1,7%. L'Espagne, affichant un taux de croissance de -0,2%, demeure fortement touchée par la crise qui continue d'impacter de manière négative son activité économique.

Par ailleurs, l'évolution du marché de l'emploi dans les pays avancés reste globalement mitigée. Ainsi, suite aux réductions du nombre d'heures travaillées qui ont suivi la chute de la demande globale, le redémarrage de l'activité sera vraisemblablement accompagné par une augmentation des heures travaillées au lieu d'une importante création nette d'emplois. De ce fait, les pays avancés continuent d'afficher des taux de chômage largement supérieurs aux niveaux enregistrés avant la crise, comme en témoignent les derniers chiffres du deuxième trimestre de cette année qui font état d'un taux de chômage de 9,7% aux Etats-Unis et de 10% dans la zone euro.

S'agissant des perspectives de croissance, le Fonds Monétaire International a légèrement

revu à la hausse sa prévision relative à l'activité économique américaine pour l'exercice en cours ainsi que pour l'année prochaine. En effet, le FMI dans son rapport du mois de juillet anticipe désormais un taux de croissance de l'ordre de 3,3% en 2010 et de 2,9% en 2011, alors qu'il prévoyait dans l'édition du mois d'avril un accroissement de 3,1% en 2010 et de 2,6% en 2011. En revanche, les anticipations relatives à la zone euro n'ont pas connu de changements notables puisque le FMI table toujours sur un taux de croissance de l'ordre de 1% pour 2010. Toutefois, la prévision pour 2011 a été légèrement revue à la baisse passant de 1,5% (rapport du mois d'avril) à 1,3%.

Les risques de dégradation des perspectives de croissance ont considérablement augmenté. À court terme, la principale menace consiste en l'accroissement des incertitudes relatives au risque de la dette souveraine, ce qui peut potentiellement causer une hausse additionnelle des coûts de financement et un affaiblissement des bilans bancaires, engendrant par là un durcissement des conditions de prêt, une baisse de la confiance des chefs d'entreprises et des consommateurs ainsi que des fluctuations des taux de change. Ainsi, dans un contexte où les économies sont étroitement liées, la demande mondiale pourrait connaître de nouveau une contraction substantielle. En outre, la demande intérieure pourrait être impactée par un rééquilibrage budgétaire mal planifié ou trop rigoureux d'autant plus qu'elle demeure encore faible.

Sur la base de ces évolutions, nous retenons comme scénario central dans le présent Rapport sur la Politique Monétaire des taux de croissance pondérés pour nos principaux partenaires

commerciaux (Allemagne, Espagne, France et Italie) de l'ordre de 1% en 2010 et 1,3% en 2011. Ces hypothèses sont similaires à celles retenues dans le précédent RPM. Il est à noter que ce taux de croissance est calculé sur la base d'une moyenne pondérée par les parts respectives de ces pays dans notre commerce extérieur.

En dépit de la hausse des taux d'inflation enregistrée dans la zone euro ces derniers mois, comparativement aux niveaux relativement faibles affichés durant l'année précédente, l'inflation devrait y rester globalement modérée. Ce niveau s'explique par les anticipations qui demeurent bien ancrées à l'objectif de la BCE qui vise un taux d'inflation inférieur à, mais proche de 2%, ainsi que par les faibles tensions d'origine interne sur les prix dues à une sous-utilisation des capacités productives. De ce fait, la Banque Centrale Européenne prévoit un taux d'inflation de 1,5% pour l'année en cours ainsi que pour 2011.

Les risques entourant les perspectives d'évolution des prix dans la zone euro demeurent globalement équilibrés. En effet, des pressions à la hausse pourraient découler d'un renchérissement des cours des matières premières à moyen terme. Aussi, et en raison de l'assainissement budgétaire auquel il faudra nécessairement procéder au cours des prochains trimestres, les relèvements de la fiscalité directe et des prix administrés sont à même de nourrir les tensions inflationnistes. Toutefois, ces risques seraient contrebalancés par une évolution restreinte des coûts internes.

Dans ce contexte, la BCE devrait conserver son taux directeur à court terme au niveau actuel de 1%. Sur cette base, le scénario central du présent RPM retient comme hypothèse un taux Euribor moyen de 0,88% pour le

deuxième semestre de cette année. Ce taux devrait croître progressivement pour atteindre 0,97% au premier semestre de 2011 et 1,08% au second semestre de la même année.

Enfin, dans un contexte international marqué par une hausse significative des prix des matières premières ainsi que par une demande soutenue des pays émergents, les indicateurs des prix à l'importation hors énergie inclus dans les modèles de prévision développés par Bank Al-Maghrib ont été légèrement revus à la hausse par rapport à l'évolution annoncée dans le cadre du Rapport sur la Politique Monétaire du mois de juin.

6.1.2 Environnement national

Les perspectives de croissance économique pour l'année 2010 demeurent globalement encourageantes. En effet, les secteurs non agricoles ont enregistré à partir du quatrième trimestre 2009 des performances satisfaisantes. Toutefois, compte tenu de l'effet de base lié à la récolte exceptionnelle réalisée en 2009, l'activité agricole devrait mitiger le rythme de la croissance de l'économie nationale.

Selon les dernières estimations du Ministère de l'Agriculture, la campagne agricole 2009-2010 s'est soldée par une production céréalière de 74.6 millions de quintaux. Ce chiffre, en ligne avec l'hypothèse retenue dans le cadre du RPM de juin (76 millions de quintaux), demeure supérieur à la moyenne des cinq dernières campagnes agricoles.

L'activité non-agricole, tout en demeurant inférieure au niveau moyen observé ces dernières années, continue d'afficher un dynamisme soutenu comme en témoignent les derniers indicateurs. Pour l'année en cours, ce

secteur devrait enregistrer un taux de croissance compris entre 4.5% et 5.5%, au lieu de 1% enregistré en 2009. Cette performance est essentiellement liée à l'amélioration des activités industrielles (notamment les secteurs du BTP et de l'industrie extractive et de transformation) et des services. Aussi, ce redressement de l'activité serait principalement tiré par la demande intérieure qui devrait profiter de la bonne campagne agricole, des mesures prises dans le cadre de la Loi de Finance 2010 pour soutenir la consommation des ménages et l'investissement, ainsi que du regain des transferts des MRE.

De même, la demande étrangère adressée au Maroc continue d'enregistrer un rythme de croissance favorable en lien avec un environnement international plus propice. Néanmoins, ce dynamisme demeure moins soutenu comparativement à la tendance observée ces dernières années, en raison d'une reprise qui demeure modérée chez nos principaux partenaires commerciaux.

Dans ces conditions, la croissance globale de l'économie nationale cette année devrait se situer entre 3% et 4%. Concernant la campagne agricole 2010-2011, le scénario central retenu dans le cadre du présent exercice de prévision fait état d'une production céréalière moyenne comprise entre 60 et 65 millions de quintaux.

Par ailleurs, les données disponibles relatives au marché du travail pour le deuxième trimestre de 2010 montrent que le taux de chômage s'est établi à 8,2% contre 8% observé au même trimestre de l'année précédente. Cette augmentation est imputable au chômage rural qui a connu une progression de 0,3% suite à la baisse de la production agricole. Le taux de chômage relatif au milieu urbain est resté quasi stable.

L'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib du mois de juin 2010 fait état d'une stabilité des effectifs employés pour le trimestre en cours. De même, les perspectives favorables de l'activité économique, notamment la relance des secteurs non agricoles, laissent présager une possible amélioration du marché du travail. Néanmoins, ces conditions ne devraient pas peser sur l'évolution future des salaires et aucune réévaluation du SMIG n'est anticipée dans le cadre du scénario central sur les six trimestres de notre horizon de prévision.

Enfin, les dernières projections du FMI (juillet 2010) relatives au prix du baril (panier) ont été revues à la baisse et se situent désormais à 75,25 dollars pour 2010 et 77,5 dollars pour 2011. Cette nouvelle évolution s'explique par l'apparition de tensions sur les marchés financiers qui ont conduit à une baisse de la demande mondiale des produits pétroliers. Les prévisions de la Banque Mondiale tablent quant à elle sur un cours (panier) de 82,04 dollars le baril en 2010 et 80,69 dollars en 2011. Ces projections indiquent que le système de compensation nationale resterait soutenable étant donné les charges programmées dans le cadre de l'actuelle Loi de Finance 2010 qui sont effectuées sur la base d'un scénario de 75 dollars le baril. Dans ces conditions, le scénario central de prévision retient l'hypothèse d'une stagnation du prix du gasoil à la pompe au prix de 7,15 DH le litre.

6.2 Prévision d'inflation et balance des risques

Dans l'hypothèse de la non-matérialisation des principaux risques, la prévision centrale à l'horizon des six prochains trimestres serait de l'ordre de 1,9%. Ce niveau reste en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. En comparaison

avec les chiffres présentés dans le cadre du dernier Rapport sur la Politique Monétaire, la prévision de l'inflation pour l'année 2010 a été légèrement revue à la baisse passant de 1,2% à 1%.

Concernant l'évolution des prévisions de l'inflation sur un horizon de six trimestres, celle-ci devrait baisser au troisième trimestre de cette année pour se situer autour de 0,6%. Toutefois, les prix connaîtront une reprise comme en témoignent les prévisions relatives au quatrième trimestre de l'année en cours qui affichent un taux de 2%. L'année 2011 s'inscrira dans la même tendance avec une moyenne qui devrait se situer autour de 2,2%. Ainsi, le premier trimestre connaîtra un taux d'inflation de 2,5%, le deuxième et le troisième afficheront un taux de 2,2% (contre 1,9%, 2% et 1,8% publiés dans le dernier RPM). Enfin, l'inflation attendue au quatrième trimestre de l'année prochaine devrait atteindre 2%.

Ces prévisions sont effectuées sur la base des hypothèses considérées comme les plus probables. Cependant, plusieurs sources d'incertitudes, provenant aussi bien de l'évolution future des variables exogènes que des modèles utilisés pour la prévision, 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 asymétrique, représentée sous la forme d'un Fan Chart. Il s'agit d'une évaluation probabiliste des régions d'incertitudes qui entourent la prévision centrale (graphique 6.1).

Le Fan Chart du présent exercice de prévision se caractérise par une légère asymétrie vers le haut. Cette asymétrie découle principalement des risques potentiels liés aux incertitudes entourant l'évolution future des prix à l'import. La

matérialisation de ce risque 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.

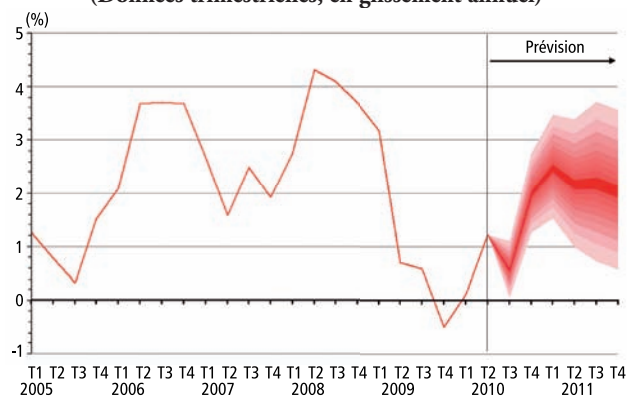
Tableau 6.1 : Prévision de l'inflation pour 2010 T3 – 2011 T4

	2010		2011				Moyenne		
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2010	2011	HP*
Prévision Centrale (%)	0,6	2,0	2,5	2,2	2,2	2,0	1,0	2,2	1,9

(Données trimestrielles, en glissement annuel)

*(HP) Horizon de prévision

Graphique 6.1 : Projections de l'inflation 2010 T3 - 2011 T4 (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 70 66 45

Fax :(212) 5 37 20 67 68

E mail : deri@bkam.ma

www.bkam.ma

بنك المغرب
بنك المغرب

بنك المغرب
بنك المغرب