



◆ **RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE** ◆

N° 14 / 2010

Document préparé pour  
le Conseil de Bank Al-Maghrif  
du 30 mars 2010





## Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour  
le Conseil de Bank Al-Maghrib  
du 30 mars 2010



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
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
PER	: Price Earnings Ratio
PIB	: Produit Intérieur Brut
PL	: Placements liquides
RPM	: Rapport sur la politique monétaire
PME	: Petites et Moyennes Entreprises
RL	: Reprise de liquidités
SMIG	: Salaire Minimum Interprofessionnel Garanti
TIC	: Taxe Intérieure de Consommation
TMP	: Taux Moyen Pondéré
TUC	: Taux d'Utilisation des Capacités de Production
TVA	: Taxe sur la Valeur Ajoutée
VA	: Valeur Ajoutée

## SOMMAIRE

Liste des graphiques, des tableaux et des encadrés .....	5
Communiqué de presse .....	9
Aperçu général .....	11
<b>1. Orientation de l'offre et de la demande globale .....</b>	<b>13</b>
1.1 Production .....	13
1.2 Consommation .....	18
1.3 Investissement .....	19
1.4 Commerce extérieur .....	20
<b>2. Pressions sur les capacités de production et marché du travail .....</b>	<b>22</b>
2.1 Tensions sur les capacités de production .....	22
2.2 Tensions sur le marché du travail .....	24
<b>3. Environnement international et prix à l'importation .....</b>	<b>27</b>
3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde .....	27
3.2 Inflation dans le monde .....	31
3.3 Prix du pétrole .....	33
3.4 Prix des matières premières .....	33
3.5 Indice des valeurs unitaires à l'importation du Maroc .....	35
<b>4. Conditions monétaires et prix des actifs .....</b>	<b>36</b>
4.1 Taux d'intérêt .....	36
4.2 Prix des actifs .....	44
<b>5. Evolution récente de l'inflation .....</b>	<b>48</b>
5.1 Evolution de l'inflation .....	48
5.2 Biens et services .....	49
5.3 Biens échangeables et non échangeables .....	50
5.4 Indice des prix à la production industrielle .....	53
<b>6. Perspectives de l'inflation .....</b>	<b>55</b>
6.1 Hypothèses du Scénario de base .....	55
6.2 Prévision d'inflation et balance des risques .....	58

## LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Projections de la croissance T4 2009-T4 2010.....	14
Graphique 1.2	: Evolution trimestrielle du Produit Intérieur Brut, de la valeur ajoutée agricole et non agricole.....	14
Graphique 1.3	: Contributions en points de pourcentage des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance de la valeur ajoutée globale.....	14
Graphique 1.4	: Evolution des valeurs ajoutées.....	15
Graphique 1.5	: Evolution de la valeur ajoutée du secteur secondaire et des ventes de l'électricité de haute et moyenne tension .....	15
Graphique 1.6	: Evolution de la valeur ajoutée du BTP, des ventes trimestrielles cumulées de ciments et des crédits immobiliers .....	15
Graphique 1.7	: Production industrielle passée et prévue.....	16
Graphique 1.8	: Contributions des branches d'activités à la croissance globale.....	16
Graphique E 1.1	: Cumul décadaire des précipitations .....	16
Graphique E 1.2	: Température moyenne.....	17
Graphique E 1.3	: Déficit pluviométrique des trois premiers mois de la campagne agricole 2009-2010 par station météorologique.....	17
Graphique E 1.4	: Evolution et prévisions de la production céréalière de février 2010 .....	17
Graphique 1.9	: Evolution en volume de la consommation finale nationale.....	18
Graphique 1.10	: Evolution trimestrielle de la consommation finale des ménages, des crédits à la consommation, et des recettes voyages.....	18
Graphique 1.11	: Evolution trimestrielle de la FBCF, de la VA non agricole et des crédits.....	18
Graphique 1.12	: Evolution du climat général des affaires et des dépenses d'investissement.....	19
Graphique 1.13	: Evolution en glissement annuel du total des exportations et des exportations hors phosphates.....	20
Graphique 1.14	: Evolution du total des importations et des importations hors énergie.....	20
Graphique 2.1	: Output-gap non agricole.....	22
Graphique 2.2	: Output-gap non agricole et inflation .....	22
Graphique 2.3	: Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie.....	23
Graphique 2.4	: Productivité apparente du travail (PIB non agricole/emploi urbain) .....	23
Graphique 2.5	: Evolution des composantes du coût unitaire de production par secteur.....	23
Graphique 2.6	: Croissance non agricole et chômage urbain T1 2000-T4 2009.....	24
Graphique 2.7	: Taux de chômage en milieu urbain .....	24
Graphique 2.8	: Evolution de la structure du chômage par sexe, âge et diplôme.....	25
Graphique 2.9	: Evolution de l'emploi selon les secteurs d'activité .....	25
Graphique 2.10	: Coût unitaire du travail relatif et productivité apparente du travail .....	25
Graphique 2.11	: Compétitivité-coûts du Maroc .....	26
Graphique 2.12	: Variation de l'indice des salaires moyen dans le secteur privé (ISMP) en termes nominal et réel .....	26
Graphique 2.13	: SMIG en termes nominal et réel.....	26
Graphique 3.1	: Evolution du spread OIS-LIBOR.....	27
Graphique 3.2	: Evolution du TED spread.....	27
Graphique 3.3	: Evolution des CDS dans quelques pays de la zone euro.....	28
Graphique 3.4	: Evolution des Credit Default Swaps dans les pays émergents (Brésil, Russie, Inde, Chine) et au Maroc.....	28
Graphique 3.5	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées.....	28
Graphique 3.6	: Evolution de l'indice MSCI EM.....	29
Graphique 3.7	: Evolution du crédit aux Etats-Unis, dans la zone euro et au Maroc.....	29
Graphique 3.8	: Evolution du PIB dans le monde, dans la zone euro et les pays partenaires.....	30
Graphique 3.9	: Evolution du PIB dans les pays émergents.....	30
Graphique 3.10	: Output-gap des principaux pays partenaires .....	31
Graphique 3.11	: Indicateur composite avancé pondéré des pays partenaires et Output gap non agricole du Maroc.....	31

Graphique 3.12	: Evolution du taux de variation du chômage pondéré des pays partenaires et du taux de croissance des transferts des MRE .....	31
Graphique 3.13	: Cours mondial du Brent en dollar.....	32
Graphique 3.14	: Evolution de l'indice Dow Jones UBS des matières premières hors énergie.....	33
Graphique 3.15	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés.....	33
Graphique 3.16	: Perspectives d'évolution des indices des prix des matières premières.....	34
Graphique 3.17	: Indice des prix à l'import hors énergie.....	34
Graphique 3.18	: Indice des prix à l'import des produits alimentaires.....	34
Graphique 3.19	: Indice des prix à l'import des produits miniers.....	34
Graphique 3.20	: Indice des prix à l'import des demi-produits.....	35
Graphique 3.21	: Evolution de l'indice mondial des prix des matières premières et de l'IPM hors énergie national.....	35
Graphique 4.1	: Evolution du taux interbancaire.....	36
Graphique 4.2	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché des valeurs du Trésor.....	36
Graphique 4.3	: Evolution des taux débiteurs.....	37
Graphique E 4.1.1	: Evolution de la position de liquidité et du TMP en moyenne trimestrielle.....	37
Graphique E 4.1.2	: Position de liquidité et TMP du marché monétaire interbancaire.....	37
Graphique E 4.1.3	: Variation des réserves obligatoires.....	38
Graphique E 4.1.4	: Evolution de l'effet des facteurs de liquidité .....	38
Graphique E 4.1.5	: Interventions de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire .....	38
Graphique E 4.1.6	: Evolution de la moyenne et de l'écart-type du TMP du marché interbancaire .....	38
Graphique 4.4	: Taux interbancaire et 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 .....	39
Graphique 4.8	: Evolution des composantes de M3.....	40
Graphique 4.9	: Croissance des dépôts à vue par agent économique.....	40
Graphique 4.10	: Croissance du crédit bancaire et sa tendance .....	40
Graphique 4.11	: Evolution du crédits bancaire .....	40
Graphique 4.12	: Structure des crédits par agent économique .....	41
Graphique 4.13	: Croissance des principales catégories du crédit bancaire.....	41
Graphique 4.14	: Evolution des crédits par branche d'activité .....	41
Graphique 4.15	: Croissance des avoirs extérieurs nets.....	42
Graphique 4.16	: Evolution des créances nettes sur l'Etat .....	42
Graphique 4.17	: Evolution des placements liquides et des dépôts à terme.....	42
Graphique 4.18	: Evolution des titres des OPCVM monétaires et obligataires.....	42
Graphique 4.19	: Croissance de PL4 et MASI.....	43
Graphique 4.20	: Taux de change du dirham.....	43
Graphique 4.21	: Taux de change effectif nominal.....	43
Graphique 4.22	: Taux de change effectif réel.....	44
Graphique 4.23	: Indice des prix des actifs immobiliers en Espagne, au Royaume Uni, en France et au Maroc.....	44
Graphique 4.24	: Indice des prix des actifs immobiliers en glissement annuel et en variation trimestrielle .....	44
Graphique 4.25	: Indice des prix des actifs immobiliers et nombre des transactions.....	45
Graphique 4.26	: Indices des prix des actifs immobiliers et crédits à l'habitat.....	45
Graphique 4.27	: Indice des prix des actifs immobiliers et indice boursier du secteur immobilier.....	45
Graphique 4.28	: Indices boursiers.....	46
Graphique 4.29	: Capitalisation boursière.....	46
Graphique 4.30	: Evolution des indices sectoriels .....	46
Graphique 4.31	: Evolution des indices des principaux secteurs boursiers .....	47
Graphique 5.1	: Inflation et inflation sous-jacente .....	48
Graphique 5.2	: Contributions des principales composantes en glissement annuel de l'inflation .....	48

Graphique 5.3	: Cours mondial du pétrole et prix à la pompe du gasoil au Maroc.....	49
Graphique 5.4	: Prix relatifs des biens transformés hors carburants et lubrifiants et des services par rapport à l'inflation .....	50
Graphique 5.5	: Contributions des prix des biens et services à l'inflation .....	50
Graphique 5.6	: Ecart des taux d'inflation entre biens transformés hors carburants et lubrifiants et services .....	50
Graphique 5.7	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables .....	51
Graphique 5.8	: Contribution des échangeables et des non échangeables à l'inflation .....	52
Graphique 5.9	: Evolution des indices des prix à la production industrielle .....	53
Graphique 5.10	: Contributions des principales rubriques à l'indice des prix à la production manufacturière.....	53
Graphique 5.11	: Indice de l'industrie de raffinage et prix du Brent.....	54
Graphique 5.12	: Evolution des prix des produits alimentaires au Maroc et sur les marchés internationaux .....	54
Graphique 6.1	: Projections de l'inflation selon les Chefs des entreprises pour les trois prochains mois.....	59
Graphique 6.2	: Projections de l'inflation 2010 T1- 2011-T2.....	59

## LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1	: Evolution du PIB trimestriel aux prix chaînés.....	13
Tableau 1.2	: Evolution, en glissement annuel, de la balance commerciale à fin janvier 2010 .....	19
Tableau 2.1	: Indicateurs trimestriels d'activités et de chômage par milieu de résidence, glissement annuel.....	24
Tableau 3.1	: Evolution de la croissance dans le monde.....	30
Tableau 3.2	: Evolution récente de l'inflation dans le monde .....	32
Tableau 3.3	: Prévisions du prix actuel du pétrole (Brent) sur le marché des futures.....	32
Tableau 3.4	: Evolution des futures et des prévisions de blé par trimestre .....	33
Tableau 4.1	: Evolution des taux de rendement des bons du Trésor sur le marché primaire.....	36
Tableau 4.2	: Taux créditeurs .....	37
Tableau 4.3	: Contribution des différentes catégories à la croissance annuelle du crédit bancaire.....	41
Tableau 4.4	: Valorisation du marché des actions .....	46
Tableau 5.1	: Inflation et ses composantes .....	49
Tableau 5.2	: Prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur.....	49
Tableau 5.3	: Indices des prix des biens et services.....	50
Tableau 5.4	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables .....	52
Tableau 6.1	: Prévision de l'inflation pour 2010 T1- 2011 T2.....	59

## LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 1.1	: Prévision de la production céréalière en 2010 sur la base des données arrêtées au 20 février 2010 .....	16
Encadré 4.1	: Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire.....	37
Encadré 4.2	: Indice des prix des actifs immobiliers au Maroc .....	50
Encadré 5.1	: Nouvel Indice des prix à la consommation.....	51
Encadré 5.2	: Evolution de l'inflation en 2009 .....	52

بنك المغرب  
بنك المغرب

---

## COMMUNIQUÉ DE PRESSE

### REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 30 mars 2010

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu sa réunion trimestrielle le mardi 30 mars 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 deuxième trimestre 2011.
3. Le Conseil a noté que l'inflation a fluctué à des rythmes proches de 0% depuis plusieurs mois, se situant à 0,1% en février, après -0,7% en janvier 2010. Pour sa part, l'inflation sous-jacente, qui reflète la tendance fondamentale des prix, s'est stabilisée autour de 0%. Au-delà des fluctuations mensuelles des produits volatils, notamment alimentaires frais, cette évolution s'explique essentiellement par la baisse des prix des produits alimentaires de base, comparativement aux très fortes hausses des mois correspondants de l'année précédente. Parallèlement, les prix à la production industrielle, fortement liés à l'évolution des cours mondiaux des matières premières, ont enregistré une très légère hausse de 0,2% en janvier 2010, la première depuis douze mois.
4. L'amélioration graduelle de la conjoncture économique internationale s'est poursuivie, tel qu'il ressort de l'évolution des derniers indicateurs disponibles. Son ampleur et son rythme au cours des prochains trimestres demeurent cependant entourés d'incertitudes, qui découlent principalement du niveau élevé du chômage, de l'atonie du crédit et des modalités de retrait des mesures de relance. Si la réduction progressive de l'output gap négatif des principaux partenaires devait se confirmer, cela contribuerait au raffermissement graduel de la demande étrangère adressée à l'économie nationale.
5. En relation avec ces évolutions et compte tenu d'une demande interne soutenue, le redressement des activités non agricoles devrait se poursuivre, et faire que l'output gap non agricole, pertinent pour l'évaluation des pressions inflationnistes, qui affichait des valeurs négatives depuis plusieurs trimestres, s'atténue. Pour l'ensemble de l'année 2010, le PIB global progresserait à un rythme inférieur à celui de 2009, soit entre 3% et 4%, principalement du fait du recul prévu des activités agricoles.
6. Pour sa part, l'analyse des conditions monétaires laisse entrevoir une poursuite de la modération du rythme de création monétaire. La masse monétaire M3 s'est en effet accrue de 4,8% en février 2010, après 5% en janvier et 5,3% au quatrième trimestre 2009. Quant à la demande de crédit bancaire, elle reste soutenue, avec une progression en glissement annuel de 11,6% en janvier et de 12% en février 2010.
7. Sur la base de l'ensemble de ces données, la prévision centrale de l'inflation a été révisée à 1,4% en moyenne sur l'horizon des six prochains trimestres, contre 1,9% dans le Rapport sur la politique monétaire de décembre 2009. Toutefois, au terme de cet horizon, soit au deuxième trimestre 2011, l'inflation se situerait autour de 2%. De même, l'inflation sous-jacente devrait rester modérée, ne dépassant pas 2%.

8. Les risques entourant les perspectives d'inflation sont légèrement orientés à la hausse au cours des prochains trimestres, en raison des incertitudes relatives aux perspectives d'évolution des cours mondiaux des matières premières et au rythme de progression de la demande intérieure.

9. Dans ce contexte, marqué par une orientation légèrement 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 de maintenir le taux directeur à 3,25%.

10. Notant l'ampleur et le caractère durable du besoin de liquidité sur le marché monétaire et compte tenu des prévisions d'évolution des facteurs de liquidité, le Conseil a décidé de réduire le taux de la réserve monétaire de 2 points de pourcentage, pour le ramener à 6% à compter du 1<sup>er</sup> avril 2010.

11. Le Conseil a, par ailleurs, analysé et approuvé les comptes de la Banque et l'affectation du résultat au titre de l'exercice 2009.

12. Le Conseil a également examiné et approuvé le programme d'audit interne pour l'année 2010.

---

## APERÇU GÉNÉRAL

La poursuite de la modération de l'inflation, prévue dans le cadre du Rapport sur la politique monétaire de décembre 2009, a été confirmée par les données relatives au quatrième trimestre et au mois de janvier 2010. En raison de la hausse ponctuelle des prix des produits frais, l'inflation s'est située à 0,1% en février au lieu de -0,7% en janvier 2010, en glissement annuel. Pour sa part, l'inflation sous-jacente, qui reflète la tendance fondamentale des prix, s'est stabilisée autour de 0% depuis plusieurs mois. L'évolution de l'inflation en février recouvre un repli de 0,8% des prix des biens échangeables et une légère hausse de 0,8% de ceux des biens non échangeables. Les prix à la production industrielle, fortement liés à l'évolution des cours des matières premières, ont quant à eux, enregistré une hausse de 0,2% en janvier 2010, la première depuis un an.

Au niveau international, les principaux indicateurs font apparaître la poursuite du redressement de l'activité économique, particulièrement dans les pays émergents et en développement, ainsi qu'aux Etats-Unis. Le rythme de reprise dans la zone euro demeure toutefois modeste. L'amélioration de la conjoncture économique devrait se poursuivre, mais d'importantes incertitudes continuent de peser sur les perspectives de l'économie mondiale. Elles ont principalement trait au niveau élevé du chômage, à l'atonie du crédit et aux modalités de retrait des mesures de relance.

Concernant l'inflation mondiale, le mouvement baissier observé depuis le début de l'année 2009 commence à céder place à une remontée, toutefois à des rythmes différenciés selon les régions. La hausse des prix à la consommation au niveau international demeure modérée, mais des tensions inflationnistes pourraient être observées aux cours des prochains trimestres, notamment en cas d'accélération de la hausse des cours des produits de base.

Sur le plan national, les données récentes confortent les estimations et prévisions de croissance présentées dans le Rapport sur la politique monétaire de décembre 2009. En liaison avec les évolutions observées chez les principaux partenaires ainsi qu'avec le raffermissement de la demande intérieure, les activités non agricoles ont connu une nouvelle amélioration au quatrième trimestre 2009 et devraient croître à un rythme proche de 4% au premier trimestre 2010, après un taux situé entre 2% et 3% sur l'ensemble de l'année 2009. Toutefois, la croissance globale devrait se situer entre 3% et 4% au premier trimestre, alors qu'elle a atteint plus de 5% au terme de l'année 2009 selon des données provisoires, consécutivement à la contraction de la valeur ajoutée agricole après la performance exceptionnelle de 2009. Le redressement progressif de l'activité industrielle devrait se confirmer. L'utilisation des capacités de production dans ce secteur a atteint au quatrième trimestre 2009 et en janvier 2010 des niveaux comparables, à ceux observés avant août 2008. Sur le marché de l'emploi, le quatrième trimestre 2009 a été caractérisé par une baisse du taux de chômage en glissement annuel.

Pour l'ensemble de l'année 2010, la croissance globale devrait connaître un ralentissement pour se situer entre 3% et 4% avec un changement notable au niveau des contributions sectorielles. Tout en affichant de bonnes performances, le secteur agricole devrait voir sa valeur ajoutée nettement reculer par rapport au niveau exceptionnel atteint en 2009, tandis que les secteurs secondaire et tertiaire devraient poursuivre leur reprise graduelle. Dans ces conditions, l'output gap non agricole, négatif depuis plusieurs trimestres, devrait s'atténuer.

S'agissant des conditions monétaires, les données arrêtées à fin janvier font apparaître une nouvelle modération de la croissance de M3, revenue à 5% après 5,3% au quatrième trimestre 2009, avec un maintien de l'excédent monétaire à un niveau quasiment nul. Dans le même temps, le crédit bancaire, tiré par l'ensemble des catégories de crédit à l'exception des facilités de trésorerie, demeure dynamique. Son rythme de progression s'est établi à 10,6% au quatrième trimestre de 2009, à 11,6% en janvier et à 12% en février. Pour ce qui est des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques, pour le quatrième trimestre 2009, indiquent une légère hausse du taux moyen pondéré du crédit.

Sur la base des évolutions récentes et des hypothèses les plus probables concernant les différents déterminants de l'inflation, la prévision centrale à l'horizon des six prochains trimestres a été révisée à la baisse. Ainsi, l'inflation devrait s'établir à 1,4% en moyenne sur l'horizon de prévision. Au terme de l'horizon de prévision, soit le deuxième trimestre 2011, elle se situerait autour 2%. Pour sa part, l'inflation sous-jacente devrait également se situer autour de 2% sur l'horizon de prévision. La balance des risques entourant la prévision centrale est légèrement orientée à la hausse, en raison des incertitudes relatives aux perspectives d'évolution des cours mondiaux des matières premières et du rythme de progression de la demande intérieure.

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

La croissance de l'économie nationale est restée soutenue au quatrième trimestre et sur l'ensemble de l'année 2009, tirée principalement par l'expansion de la valeur ajoutée agricole, ainsi que par la bonne tenue de la consommation et de l'investissement public. Pour sa part, la croissance non agricole a connu une amélioration graduelle à partir du deuxième trimestre, mais se serait limitée dans une fourchette de 2% à 3% sur l'ensemble de l'année. Ce ralentissement tient principalement à la faiblesse de la demande extérieure, comme en témoigne la contraction de plus de 19% des exportations des biens et services en 2009. La contribution négative de la demande extérieure nette à la croissance a été toutefois moins significative qu'en 2008, le repli des importations en valeur ayant été plus important que celui des exportations. En 2010, la reprise progressive de l'activité économique internationale, notamment celle des principaux partenaires du Maroc, devrait favoriser le redressement de la demande extérieure et contribuer ainsi à l'accélération de la croissance des activités non agricoles. A l'inverse, tout en affichant de bonnes performances, le secteur agricole devrait voir sa valeur ajoutée nettement reculer par rapport au niveau exceptionnel atteint en 2009. Aussi, la croissance globale devrait-elle se situer dans une fourchette de 3% à 4% en 2010.

### 1.1 Production

Parallèlement à la confirmation des signes de reprise au niveau de l'économie mondiale et à la bonne orientation de la demande intérieure, la croissance des activités non agricoles aurait connu une nouvelle amélioration au quatrième trimestre 2009, tout en demeurant inférieure à son rythme tendanciel. Au terme de l'année 2009, elle devrait se situer entre 2% et 3%. En dépit du net ralentissement de la croissance non agricole, le PIB global aurait marqué une croissance aux alentours de 5% en 2009, à la faveur de l'expansion de plus de 25% des activités agricoles.

S'agissant des perspectives à très court terme, la valeur ajoutée des activités agricoles serait en baisse de 7,1% au premier trimestre 2010. Les données arrêtées à fin février indiquent que la campagne agricole 2009-2010 continue d'être caractérisée par des précipitations abondantes. Ces dernières, en dépit des dégâts occasionnés pour les céréales et pour les cultures sucrières et maraîchères (Encadré 1.1), devraient maintenir la production agricole à un niveau comparable à celui d'une campagne moyenne. Concernant le secteur secondaire, l'évolution récente

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

Branches d'activités en %	2008		2009			2010	
	TIII	TIV	TI	TII	TIII	TIV(P)	TI(P)
Agriculture	16,1	16,6	26,8	27,8	26,0	27,4	-7,1
<b>VA non agricole</b>	<b>4,3</b>	<b>1,2</b>	<b>0,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,6</b>	<b>3,1</b>	<b>4,4</b>
Industrie*	1,6	-6,7	-7,3	-3,7	-2,0	0,4	4,3
Electricité et eau	4,1	3,4	6,1	1,4	2,5	2,8	3,1
Bâtiment et travaux publics	11,8	5,1	-0,2	1,0	-0,1	-1,2	0,3
Commerce	3,6	1,0	0,7	0,2	0,4	0,8	0,8
Hôtels et restaurants	1,1	0,2	-7,8	-4,0	-2,1	-0,6	0,6
Transports	2,1	-0,1	0,3	1,9	1,3	1,5	3,5
Postes et télécommunications	8,1	4,1	2,0	2,6	3,1	3,8	4,1
Administration publique générale et sécurité sociale	4,2	4,9	6,0	6,7	7,5	7,7	7,7
Autres services**	3,5	1,5	5,0	5,3	5,7	5,9	5,4
Impôts sur les produits nets des subventions	5,1	3,0	0,6	3,1	3,1	3,2	4,0
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>5,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,7</b>	<b>5,4</b>	<b>5,6</b>	<b>6,1</b>	<b>3,1</b>

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

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

Sources : HCP, estimations et prévisions BAM

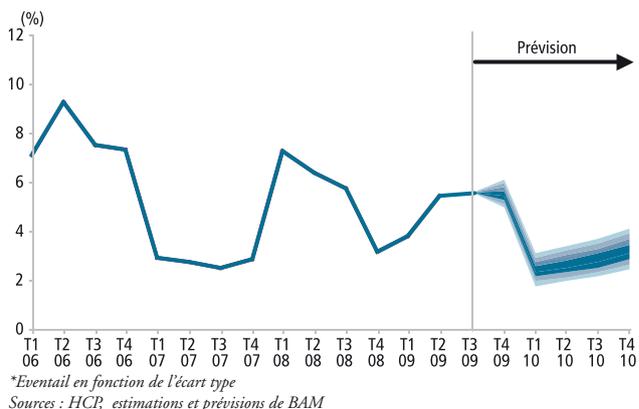
des indicateurs conjoncturels révèle une amélioration des performances des différentes branches, laissant indiquer la poursuite du redressement entamé au quatrième trimestre 2009 (Graphique 1.5).

Par branche, la valeur ajoutée de l'industrie extractive aurait connu au quatrième trimestre 2009 une atténuation du rythme de contraction, en raison notamment du recul moins prononcé de la production marchande de l'OCP. L'amélioration de la valeur ajoutée de la branche devrait se poursuivre au premier trimestre 2010, comme en témoignent les fortes progressions enregistrées en janvier et en février des exportations de phosphates, d'acide phosphorique et d'engrais naturels et chimiques.

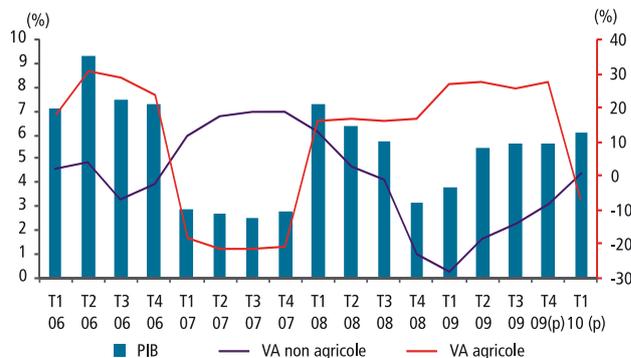
L'industrie de transformation, l'une des branches les plus vulnérables aux fluctuations de la demande extérieure, devrait poursuivre son redressement progressif, avec une croissance de 2,4% au premier trimestre 2010, après 1,1% au quatrième trimestre 2009. En effet, les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib du mois de janvier 2010, indiquent que la production industrielle a connu une hausse par rapport au mois précédent, malgré un niveau de commandes encore jugé inférieur à son niveau habituel et des stocks de produits finis estimés supérieur à la normale. Le taux d'utilisation des capacités de production s'est établi, quant à lui, à 72% pour le deuxième mois consécutif et les perspectives à très court terme semblent globalement favorables, selon les appréciations des professionnels.

La valeur ajoutée du BTP, également affectée par les effets récessifs depuis le quatrième trimestre 2008, ne devrait pas connaître une croissance notable au premier trimestre 2010, avec un rythme estimé à 0,3% seulement. Les ventes de ciments, indicateur important de la

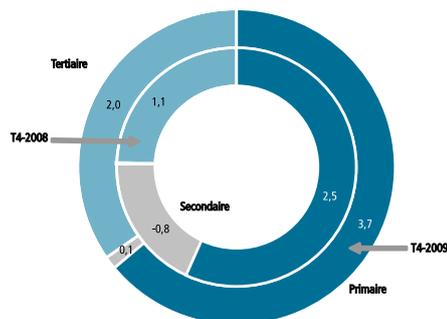
Graphique 1.1 : Projections de la croissance T4 2009-T4 2010\*



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



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



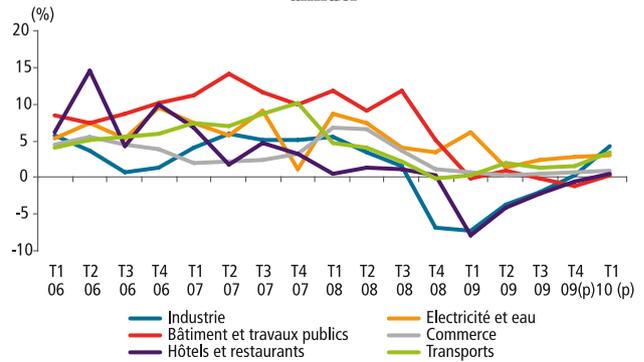
Sources : HCP et prévisions BAM

conjoncture dans le secteur, ont enregistré une baisse de 3,3% en janvier, tandis que les crédits immobiliers se sont accrus au même rythme qu'en décembre 2009, avec près de 13%.

L'activité énergétique aurait connu une croissance de 2,9% au quatrième trimestre 2009. En effet, la baisse de la production du secteur du raffinage s'est limitée à 20,7% contre 27,6% au troisième trimestre 2009, en liaison avec le démarrage de la nouvelle raffinerie de Mohammédia qui vient renforcer l'unité de l'hydrocracking lancée récemment. Parallèlement, les ventes totales de l'Office national d'électricité, l'un des principaux déterminants de la performance de la branche, ont augmenté de 3,1% au quatrième trimestre 2009 contre 1,9% un trimestre auparavant. La croissance des activités énergétiques devrait de nouveau accélérer au premier trimestre 2010 pour atteindre 3,5%, en liaison avec l'amélioration graduelle de l'activité du raffinage de pétrole et de la branche « électricité et eau ».

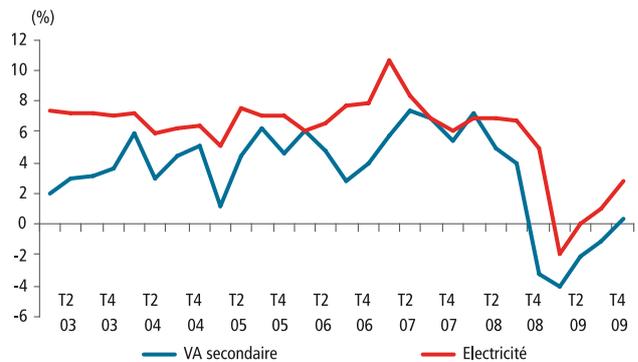
Concernant les activités tertiaires, leur valeur ajoutée devrait croître de 4,3% au premier trimestre 2010, consolidant ainsi le mouvement de redressement entamé au premier trimestre 2009. La croissance devrait concerner les différents services, notamment la branche « hôtels et restaurants », la branche des postes et télécommunications, ainsi que le commerce et le transport. En effet, selon les dernières statistiques du tourisme, relatives au mois de janvier 2010, le flux touristique a progressé de 15% et les nuitées déclarées par les unités classées ont progressé de 2%, après plusieurs mois de baisse. Dans ces conditions, les recettes de voyages se sont inscrites en hausse pour s'élever à 3,6 milliards de dirhams. Les perspectives d'évolution du secteur touristique restent favorables, suite notamment à l'apparition des signes de reprise graduelle au niveau des principaux marchés.

**Graphique 1.4 : Evolution des valeurs ajoutées, en glissement annuel**



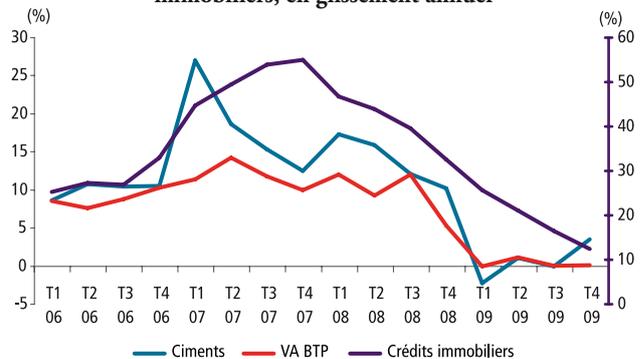
Sources : HCP et prévisions BAM

**Graphique 1.5 : Evolution de la valeur ajoutée du secteur secondaire et des ventes de l'électricité de haute et moyenne tension, en glissement annuel**



Sources : HCP, ONE, calculs et prévisions BAM

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

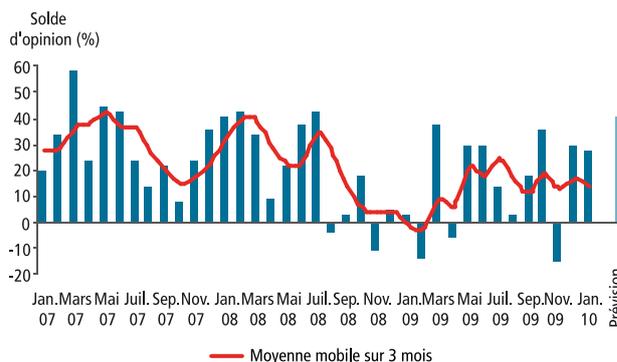


Sources : APC et prévisions BAM

Pour sa part, la branche du transport devrait connaître une amélioration. Fortement liée à la performance des autres branches, la croissance de sa valeur ajoutée devrait passer à 3,5% au premier trimestre 2010, au lieu de 1,5% un trimestre auparavant. Parallèlement, l'activité des postes et télécommunications devrait croître de 4,1% au premier trimestre 2010, après 3,8% au quatrième trimestre 2009, à la faveur de l'amélioration des différents indicateurs de la branche, notamment l'élargissement des parcs de la téléphonie et d'Internet.

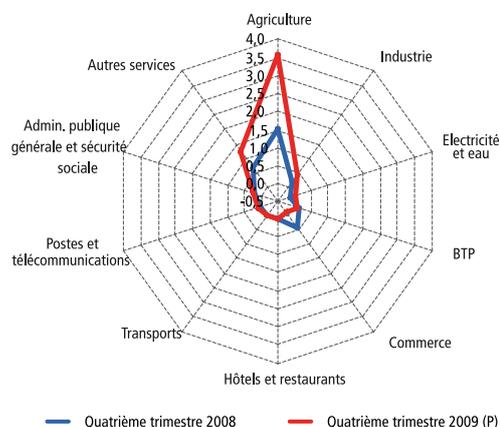
Sur l'ensemble de l'année 2010, la valeur ajoutée du secteur primaire devrait rester vigoureuse mais afficherait une baisse, après l'expansion exceptionnelle observée en 2009. Les activités secondaires et tertiaires devraient, parallèlement à la confirmation de la reprise de l'activité au niveau des partenaires européens et au raffermissement de la demande intérieure, progressivement converger vers leurs performances potentielles et tirer la croissance globale.

**Graphique 1.7 : Production industrielle passée et prévue**



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

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



Sources : HCP, calculs et prévisions BAM

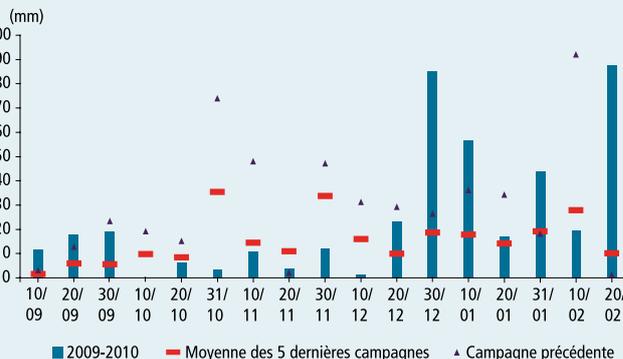
**Encadré 1.1 : Prévision de la production céréalière en 2010 sur la base des données arrêtées au 20 février 2010**

La campagne agricole actuelle s'est caractérisée par un retard important des précipitations qui n'ont commencé qu'à partir de la seconde décade de décembre. Ce retard a eu pour conséquence, d'une part, une réduction des superficies emblavées de 8,2% par rapport à la campagne précédente et de 6% par rapport à la moyenne des cinq dernières campagnes et, d'autre part, un retard d'environ un mois dans le démarrage de la croissance des cultures, en comparaison avec la saison passée dans la plupart des régions.

Le retour des précipitations a été marqué ensuite par leur abondance et leur concentration dans le temps, causant d'importantes inondations dans plusieurs régions.

Ces conditions ont impacté le couvert végétal, dont la situation est jugée similaire à légèrement déficitaire par rapport à la moyenne des dix dernières années,

**Graphique E 1.1 : Cumul décadaire des précipitations**



Source : Direction de la météorologie nationale

dans la plupart des régions selon l'indice de végétation établi par le Centre royal de télédétection spatiale et ce, malgré l'amélioration enregistrée depuis le début du mois de janvier.

A la faveur des dernières précipitations, le cumul pluviométrique de la campagne en cours est devenu excédentaire de 62% au niveau national, par rapport à la moyenne des 5 dernières années. Au niveau régional, presque l'ensemble des régions observent la même situation excédentaire. Cependant, ce cumul reste déficitaire par rapport à la campagne précédente ayant connu des conditions exceptionnelles. Malgré cette relative amélioration des conditions climatiques par rapport à la dernière analyse établie dans le RPM de décembre, l'appréciation globale de la campagne actuelle est restée relativement stable.

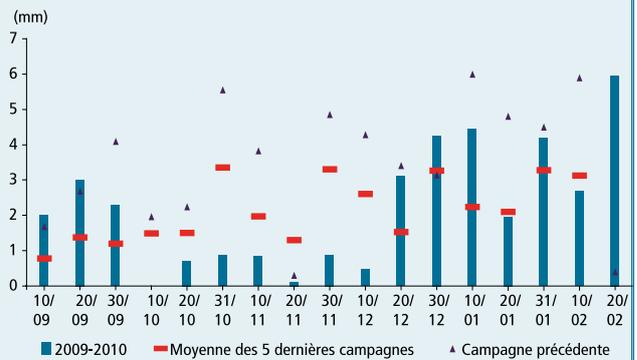
L'utilisation des données en fréquence décadaire relatives à neuf variables climatiques<sup>1</sup>, permet d'affiner le modèle économétrique de prévision et la méthode des campagnes similaires. Ainsi, sur la base des données disponibles à la seconde décade de février 2010, le modèle économétrique fournit une prévision de la production céréalière pour l'actuelle campagne de l'ordre de 64,8 millions de quintaux. Cette prévision englobe des productions de blé tendre, de blé dur et de l'orge estimées respectivement à 31, 17 et 17 millions de quintaux, quantités légèrement supérieures aux moyennes des cinq dernières campagnes.

La comparaison des productions des campagnes similaires, détectées sur la base des conditions climatiques, permet de relever un effet de rattrapage important observé durant plusieurs années. Ainsi, le potentiel de production pour la campagne actuelle peut encore être considéré comme étant préservé. La méthode des campagnes similaires, se basant sur la comparaison des conditions climatiques historiques, abouti à une estimation de la production céréalière de 65,4 millions de quintaux, englobant 19 millions de quintaux d'orge, 26 millions de quintaux de blé tendre et 14 millions de quintaux de blé dur.

L'application de la méthode basée sur l'indicateur pluviométrique, conduit à une première prévision de la production céréalière au niveau national de l'ordre de 73,8 millions de quintaux.

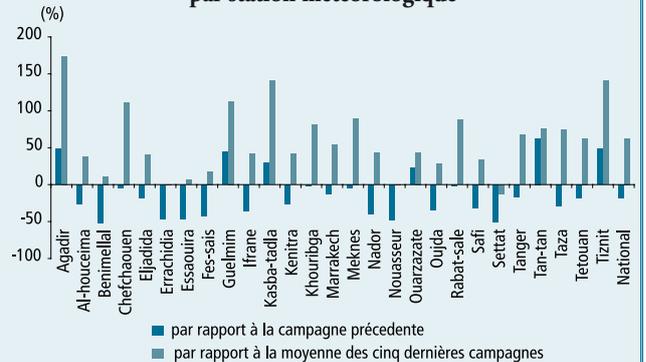
La prévision moyenne des trois méthodes s'établit à environ 68 millions de quintaux, soit un niveau proche de celui publié dans le RPM de décembre 2009.

Graphique E 1.2 : Température moyenne



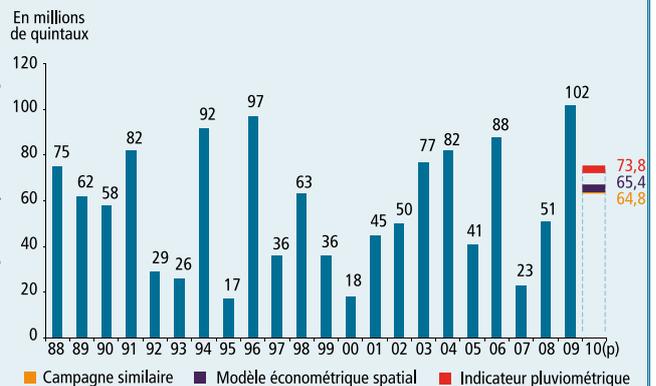
Source : Direction de la météorologie nationale

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



Source : Direction de la météorologie nationale

Graphique E 1.4 : Evolution et prévisions de la production céréalière



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

<sup>1</sup> Le nombre de jours des précipitations, le maximum des précipitations en 24h, la température moyenne, la moyenne des températures maximales, la moyenne des températures minimales, les températures maximales absolues et les températures minimales absolues, l'évaporation et le cumul des précipitations

## 1.2 Consommation

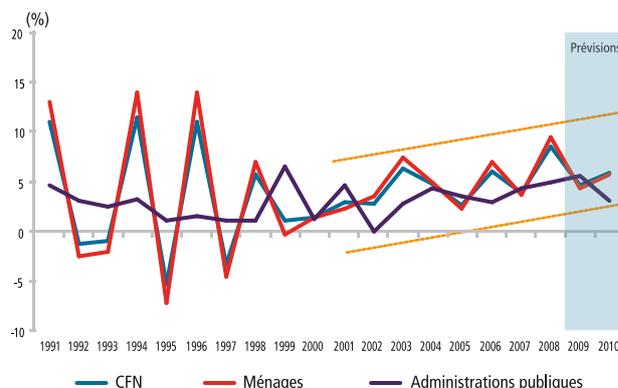
Les dernières données disponibles confirment la décélération de la consommation en 2009, en particulier celle des ménages. Toutefois, la dynamique globale de la consommation nationale demeure soutenue avec une croissance réelle de 4,6% et une contribution à celle du PIB de 3,5 points de pourcentage.

En 2010, les projections établies par les services de la Banque indiquent une croissance en volume de 5,2%, recouvrant une accélération de la consommation des ménages et un ralentissement du rythme de hausse de la consommation publique. En effet, la croissance réelle de la consommation des ménages, dont la volatilité s'est nettement réduite durant la dernière décennie, devrait atteindre 5,7% en 2010.

Plusieurs facteurs sont à l'origine de cette progression, dont principalement l'amélioration du pouvoir d'achat consécutive à la baisse de l'impôt sur le revenu et l'évolution favorable de l'emploi rémunéré. De même, les transferts des MRE et les recettes voyages, en hausse de 2,9% et 6,1% respectivement à fin janvier, devraient connaître un redressement sur l'ensemble de l'année 2010 et contribuer ainsi sensiblement à la dynamique de la consommation privée.

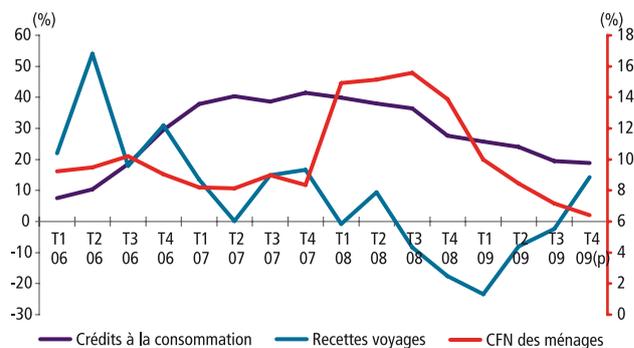
Pour sa part, la consommation publique devrait progresser en volume de 3,5% contre 5,6% un an auparavant. En effet, les dépenses de fonctionnement devraient, selon la loi de finances, augmenter de 2,5% contre 13,5% en 2009. L'évolution de la masse salariale serait tirée par la création de 23.820 nouveaux postes budgétaires, sachant que les postes vacants non utilisés au 31 décembre de chaque année seront désormais annulés.

Graphique 1.9 : Evolution en volume de la consommation finale nationale



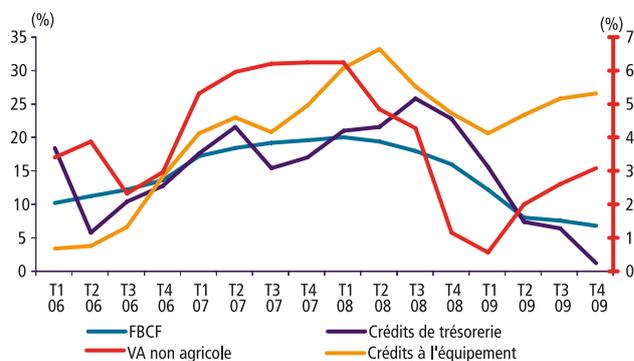
Sources : HCP, calculs et prévisions BAM

Graphique 1.10 : 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 1.11 : Evolution trimestrielle de la FBCF, de la VA non agricole et des crédits, en glissement annuel



Sources : HCP, calculs et prévisions BAM

### 1.3 Investissement

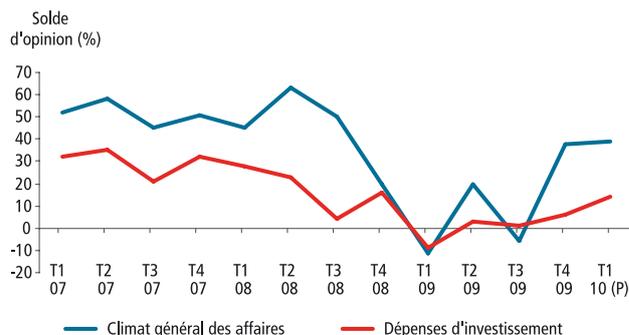
En 2009, l'investissement a marqué une décélération, consécutivement au ralentissement de l'investissement privé, dans un contexte marqué par le recul de la demande étrangère. Globalement, le taux d'investissement est revenu de 36,3% en 2008 à 35,1% en 2009.

Le rythme d'évolution de l'investissement privé devrait connaître un redressement graduel au cours des prochains trimestres, stimulé par la poursuite des efforts d'investissement public, par la reprise progressive des activités non agricoles, ainsi que par l'amélioration du climat général des affaires dans le secteur industriel. Les indicateurs mensuels arrêtés à fin janvier 2010, révèlent en effet une hausse de 0,4% des importations de produits finis d'équipement industriel, après une baisse de 6,6% à fin décembre 2009, ainsi qu'une poursuite du dynamisme du crédit à l'équipement.

De plus, les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie indiquent que, parallèlement à la hausse de la production et à l'amélioration du climat des affaires, les dépenses d'investissement devraient augmenter durant les prochains trimestres, avec un financement basé sur le crédit bancaire et l'autofinancement.

Concernant l'investissement public, il devrait conserver son dynamisme avec un ratio des dépenses d'équipement du Trésor par rapport au PIB de l'ordre de 6% en 2010, contre une moyenne de 4,9% du PIB durant les cinq dernières années. Les principaux projets concernent les domaines de l'enseignement, des infrastructures et transport, l'agriculture, ainsi que la sécurité, l'hydraulique et la santé.

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



Source : Enquête de conjoncture dans l'industrie de BAM

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

(En millions de dirhams)	Janvier	Janvier	Variations	
	2009	2010*	Montant	%
<b>Exportations globales</b>	<b>8 326,5</b>	<b>9 725,4</b>	<b>1 399,4</b>	<b>16,8</b>
Exportations de phosphates et dérivés	786,7	2 473,5	1 686,8	214,4
<b>Exportations hors phosphates et dérivés</b>	<b>7 539,3</b>	<b>7 251,9</b>	<b>-287,4</b>	<b>-3,8</b>
Vêtements confectionnés	1 802	1 272,2	-529,8	-29,4
Articles de bonneterie	650,7	479,5	-171,2	-26,3
Agrumes	462,7	444,2	-18,5	-4
<b>Importations globales</b>	<b>18 243,7</b>	<b>21 499,4</b>	<b>3 255,7</b>	<b>17,8</b>
Importations de produits énergétiques	2 483	5 520,8	3 037,8	122,3
Importations hors produits énergétiques	15 760,7	15 978,6	217,9	1,4
Produits alimentaires	2 258,7	2 025,1	-233,6	-10,3
Blé	462,5	192,9	-269,5	-58,3
Biens d'équipement	5 199,7	5 082,7	-117	-2,3
Biens de consommation	3 836	3 630,7	-205,3	-5,4
<b>Solde commercial</b>	<b>-9 917,7</b>	<b>-11 774</b>	<b>1 856,3</b>	<b>18,7</b>

\* Données provisoires

Source : OC

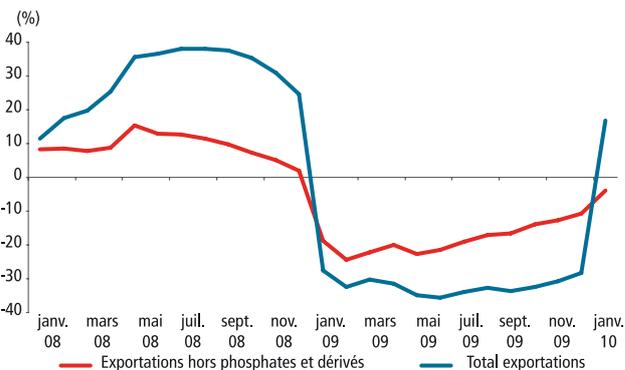
## 1.4 Commerce extérieur

Dans un contexte international marqué par un climat d'incertitudes qui continue de prévaloir sur l'ampleur de la reprise économique, les données disponibles à fin janvier 2010 font ressortir une aggravation du déficit commercial en liaison avec la hausse des importations plus importante que celle des exportations. Les variations des composantes de la balance commerciale en janvier 2010 restent toutefois principalement liées aux échanges des matières premières.

En effet, à l'issue du premier mois de l'année, la balance commerciale a dégagé un solde négatif de 11,8 milliards de dirhams, en détérioration de 18,7% contre un allègement de 21,6% pendant la même période de l'année précédente. Cette évolution résulte essentiellement de la progression de 17,8%, ou 3,3 milliards de dirhams, des importations. S'inscrivant dans la même tendance, les exportations ont enregistré une hausse de 16,8%, ou 1,4 milliard de dirhams. Aussi, le taux de couverture s'est-il quasiment maintenu, en un an, à 45,2%.

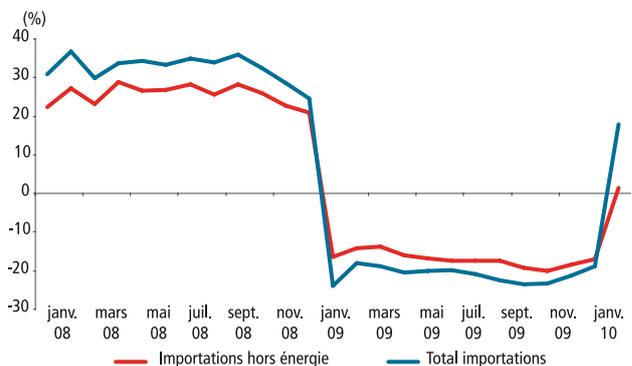
Toutefois, l'accroissement des exportations n'est attribuable qu'à la hausse notable des expéditions de phosphates et dérivés, chiffrées à 2,5 milliards au lieu de 786,7 millions de dirhams durant la même période. Les autres exportations se sont inscrites en baisse de 3,8%. Ainsi, les ventes à l'étranger de fils et câbles pour l'électricité ont reculé de 68,9%. Parallèlement, les exportations de vêtements confectionnés et d'articles de bonneterie ont accusé une baisse respectivement de 29,4% et 26,3%. De même, les expéditions d'agrumes ont diminué de 4%. Les ventes des produits de la mer ont néanmoins enregistré une augmentation de plus d'un tiers. En regard, la progression des importations s'explique principalement par l'alourdissement

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



Source : OC

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



Source : OC

de 122,3% de la facture énergétique, qui s'est élevée à 5,5 milliards de dirhams, ainsi que par la hausse des importations des produits bruts et des demi-produits respectivement de 8,8% et de 19,4%. Les acquisitions de produits alimentaires, de biens de consommation et de biens d'équipement ont, quant à elles, connu des baisses respectives de 10,3%, de 5,4% et de 2,3%.

L'accroissement des importations de produits pétroliers est dû à l'augmentation du volume importé de pétrole brut et du prix moyen de la tonne y afférent respectivement de 78,9% et de 73,3%. Le prix moyen de la tonne importée s'est ainsi établi à 4.481 dirhams/tonne à fin janvier 2010, contre 2.585 dirhams/tonne au même mois l'année dernière. Les achats des autres produits énergétiques se sont inscrits globalement dans la même tendance en termes de prix et de quantité.

S'élevant à près de 16 milliards de dirhams, les importations hors énergie sont demeurées

quasiment stables. Ce résultat traduit des évolutions divergentes des principales catégories de produits. En effet, les acquisitions de demi-produits ont marqué une progression de 19,4%, attribuable pour l'essentiel aux achats de fer et acier et de matières plastiques. De même, les importations de produits bruts se sont accrues de 8,8%, en relation avec la hausse des achats de bois bruts et d'huiles végétales brutes. En revanche, les acquisitions de biens d'équipement agricole ont régressé de 45,4%, sous l'effet de la contraction des achats de tracteurs et de machines et outils agricoles. Les importations des produits finis industriels sont restées, quant à elle, quasiment inchangées. Pour leur part, les importations de biens de consommation ont enregistré une diminution de 5,4%, sous l'effet de la baisse des achats de tissus de fibres et de tissus de coton respectivement de 24,5% et 22,5%. Enfin, les acquisitions de produits alimentaires ont baissé de 10,3%, sous l'effet principalement du recul des approvisionnements en blé et ceux en sucre de 58,3% et de 68,6% respectivement.

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

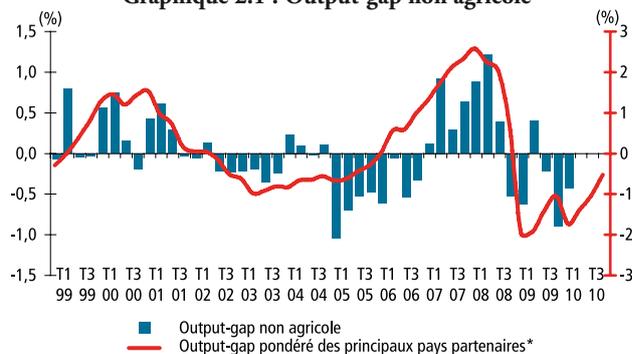
En liaison avec la conjoncture encore fragile chez nos principaux partenaires, l'output gap non agricole a de nouveau affiché une valeur négative au quatrième trimestre 2009. Au cours des prochains trimestres, le redressement progressif de l'activité économique internationale devrait stimuler la croissance non agricole et contribuer ainsi à l'atténuation de cet output-gap. Concernant plus particulièrement le secteur industriel, le taux d'utilisation des capacités de production s'est nettement amélioré au cours des derniers mois, atteignant à fin 2009 son niveau le plus élevé depuis août 2008. En matière d'emploi, le quatrième trimestre 2009 a été caractérisé par une baisse du taux de chômage national en comparaison avec la même période de l'année précédente, recouvrant un recul du taux de chômage urbain et une stabilité du taux de chômage rural. Les secteurs du BTP et des services ont connu une décélération de la création nette d'emplois, alors que le secteur industriel continue d'enregistrer des pertes d'emplois en liaison avec la faiblesse de la demande étrangère. Quant aux indicateurs disponibles sur les salaires, ils font ressortir une légère hausse en termes réels des salaires privés au cours du quatrième trimestre 2009. Globalement, les différents indicateurs attestent d'une amélioration de la conjoncture mais ne font pas ressortir de pressions significatives de la demande sur les prix.

### 2.1 Tensions sur les capacités de production

Sur la base des dernières données disponibles et des estimations de BAM, l'output gap non agricole est demeuré négatif jusqu'à fin 2009 et devrait se réduire au premier trimestre 2010. L'amélioration prévue de l'activité économique de nos principaux pays partenaires au cours des prochains trimestres, devrait donner lieu à une contraction graduelle de cet output-gap, laissant ainsi entrevoir une atténuation des effets défavorables de la conjoncture internationale sur les activités non agricoles.

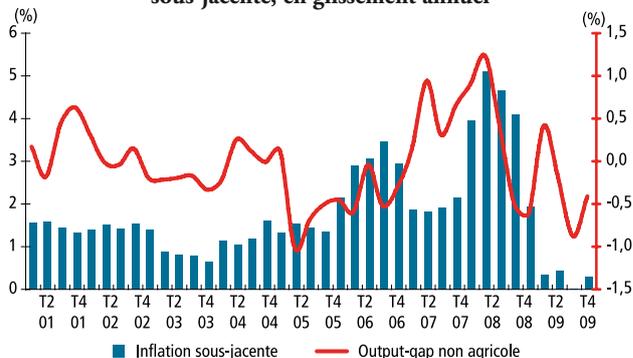
Au regard des données du mois de janvier 2010 de l'enquête mensuelle de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production s'est maintenu à 72% d'un mois à l'autre, retrouvant ainsi sa moyenne enregistrée depuis le lancement de l'enquête. Au niveau sectoriel, le taux d'utilisation des capacités de production des industries électriques et électroniques et des industries agroalimentaires a marqué une hausse, passant respectivement de 66% et de 74% à 81% et 77% d'un mois à l'autre. Dans les autres branches, le taux a stagné à 68% pour les industries du textile et du cuir et à 77%

Graphique 2.1 : Output-gap non agricole



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

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

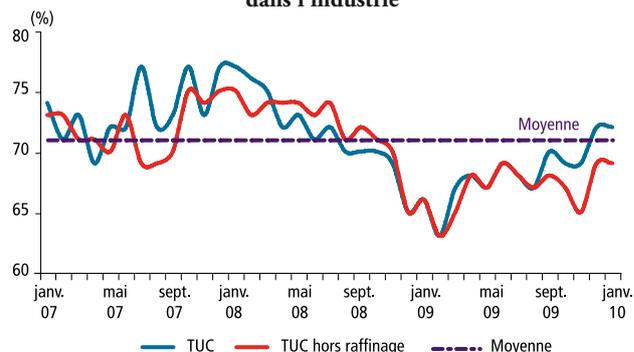


Sources : HCP et estimations BAM

pour les industries chimiques et parachimiques. Toutefois, dans les industries mécaniques et métallurgiques, il s'est établi à 57%, en régression de 4 points de pourcentage. Pour sa part, l'indice de la productivité apparente du travail<sup>1</sup> dans les activités non agricoles s'est situé à environ 110,2 au dernier trimestre 2009, en progression de 1% en glissement annuel. Cette évolution est attribuable à la hausse plus rapide du PIB non agricole comparativement à l'emploi urbain.

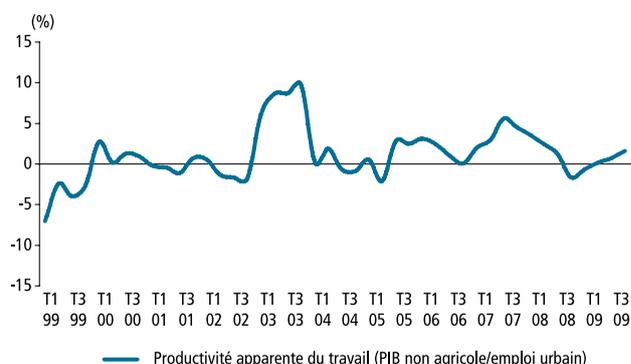
Les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie révèlent également une augmentation du coût unitaire de production au cours du quatrième trimestre 2009, avec un solde d'opinion de 19%, en hausse de 5 points de pourcentage d'un trimestre à l'autre. Les coûts de l'énergie et des matières premières ont représenté les principales sources de cette progression, en liaison avec l'orientation à la hausse des cours des matières premières à l'échelle mondiale. Cette progression a concerné l'ensemble des branches, particulièrement les industries mécaniques et métallurgiques et les industries agro-alimentaires. Par branche, les coûts financiers et énergétiques ont constitué les principales sources d'augmentation du coût unitaire de production dans les industries chimiques et parachimiques ainsi que dans les industries mécaniques et métallurgiques. Dans les industries agroalimentaires, les coûts des matières premières hors énergie et les coûts salariaux ont été les principaux déterminants du coût unitaire de production. Au total, les principales sources d'évolution du coût unitaire de production sont d'origine aussi bien interne, du fait de la hausse des coûts financiers et salariaux, qu'externe, suite à la hausse des cours mondiaux des matières premières.

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



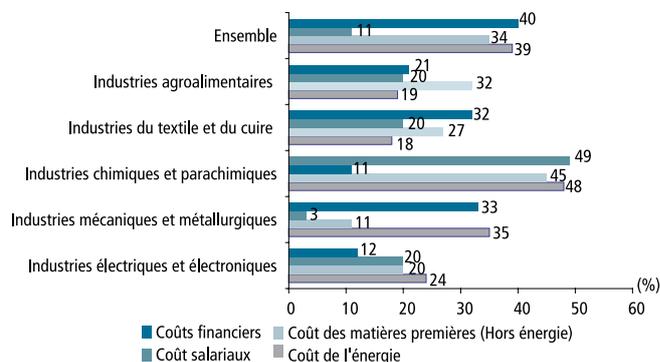
Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

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 quatrième trimestre 2009)



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

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

## 2.2 Tensions sur le marché du travail

La population active âgée de 15 ans et plus s'est établie à 11.245.000 personnes au quatrième trimestre 2009, en légère baisse de 0,2% par rapport à la même période de 2008, sous l'effet du recul de 1,1% de la population active en milieu rural, celle en milieu urbain ayant progressé de 0,7%.

En conséquence, le taux d'activité s'est établi à 49,3%, en repli de 0,9 point de pourcentage. Parallèlement, la population active occupée a marqué un accroissement de 0,3% en comparaison avec la même période de l'année précédente. En revanche, le taux d'emploi a reculé de 0,7 point de pourcentage pour s'établir à 44,8%, en raison de la progression du nombre d'emplois à un rythme légèrement inférieur à celui de la population âgée de 15 ans et plus. Par milieu de résidence, le taux d'emploi urbain est resté quasi stable à 37,7%, alors que celui en milieu rural a régressé de 1 point de pourcentage pour se situer à 55,3%.

Le marché de l'emploi a connu durant le quatrième trimestre 2009 la création de 8000 postes d'emplois rémunérés. L'emploi non rémunéré s'est accru de son côté de 25.000 postes, résultant d'une création de 68.000 postes en milieu rural et d'une perte de 43.000 emplois en zones urbaines.

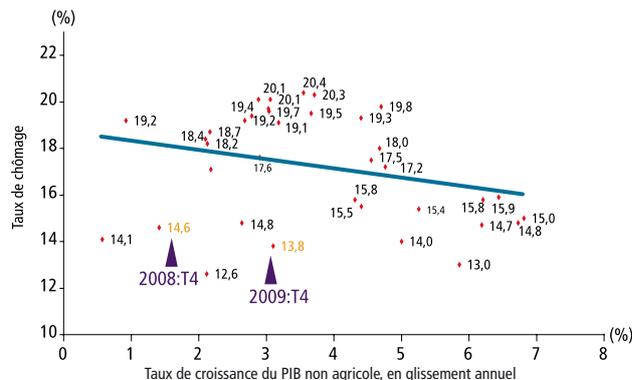
Au niveau sectoriel, les créations d'emplois ont concerné essentiellement le secteur des services avec 140.000 nouveaux postes (+3,7%) et le secteur du bâtiment et travaux publics avec 92.000 emplois (+9,9%). En revanche, le secteur industriel a enregistré une perte nette d'emplois de 83.000 postes au quatrième trimestre 2009. Le secteur "agriculture, forêt et pêche" a accusé également une perte de 115.000 emplois, reflétant un effet de base lié à la campagne agricole exceptionnelle de 2008/2009.

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

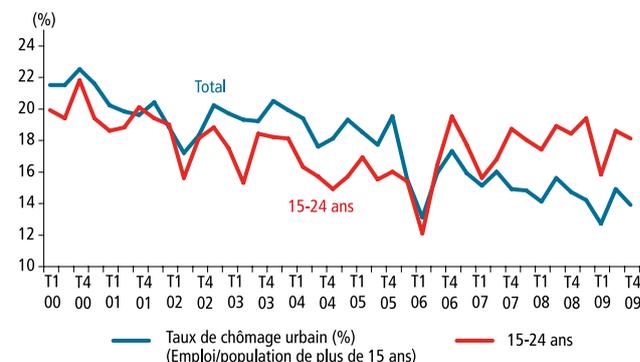
En millions	T4 - 2008			T4 - 2009		
	Urbain	Rural	Ens.	Urbain	Rural	Ens.
<b>Population active et emploi</b>						
Population active <sup>(2)</sup>	5,9	5,4	<b>11,3</b>	5,9	5,3	<b>11,2</b>
Taux d'activité (en%) <sup>(3)</sup>	44,4	58,6	<b>50,2</b>	43,7	57,4	<b>49,3</b>
Population active occupée	5,0	5,2	<b>10,2</b>	5,1	5,1	<b>10,2</b>
Taux d'emploi (en%) <sup>(4)</sup>	37,9	56,3	<b>45,5</b>	37,7	55,3	<b>44,8</b>
<b>Chômage</b>						
Population active en chômage	0,9	0,2	<b>1,0</b>	0,8	0,2	<b>1,0</b>
Taux de chômage (en%) <sup>(5)</sup>	14,6	3,8	<b>9,5</b>	13,8	3,7	<b>9,0</b>
Selon le diplôme						
. Sans diplôme	7,9	2,7	<b>4,6</b>	7,6	2,2	<b>4,2</b>
. Ayant un diplôme	20,2	10,7	<b>18,4</b>	18,6	11,7	<b>17,2</b>

(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 2000 - T4 2009



Graphique 2.7 : Taux de chômage en milieu urbain



Source : HCP

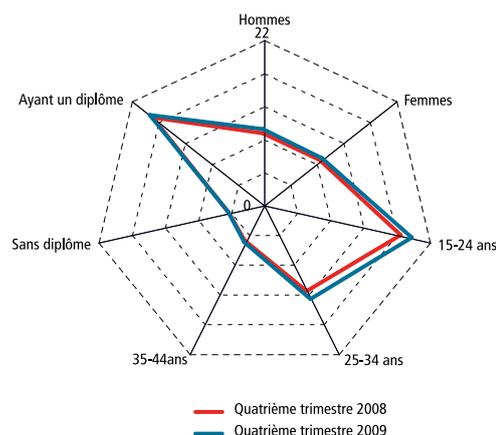
Dans ces conditions, le taux de chômage global a atteint 9% au quatrième trimestre 2009, en recul de 0,5 point de pourcentage. Par milieu de résidence, le taux de chômage urbain a enregistré une régression significative, revenant de 14,6% à 13,8%, marquant ainsi une rupture de son évolution négativement corrélée avec celle de la croissance de l'activité non agricole, tandis qu'en milieu rural, ce taux a quasiment stagné à 3,7%.

La baisse du taux de chômage en milieu urbain a concerné les tranches d'âge 15-24 ans (-0,9 point de pourcentage), 35-44 ans (-0,8 point de pourcentage) et 45 ans et plus (-0,1 point de pourcentage), tandis que celui de la tranche d'âge 25-34 ans a quasiment stagné à 19,7%.

Au regard des résultats de l'enquête de conjoncture de BAM dans l'industrie relatifs au quatrième trimestre 2009, l'effectif employé dans l'industrie a quasiment stagné d'un trimestre à l'autre. Cette situation recouvre un renforcement des effectifs dans les industries agro-alimentaires, les industries chimiques et parachimiques et les industries électriques et électroniques, ainsi qu'une baisse des effectifs dans les autres branches. Concernant les perspectives, les chefs d'entreprises enquêtés anticipent la même évolution durant le premier trimestre 2010.

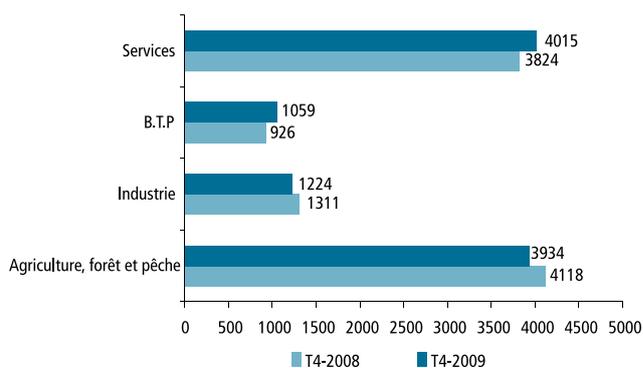
En matière du coût salarial, le rythme d'augmentation du coût unitaire du travail relatif (CUTR) du secteur manufacturier reste supérieur à celui des gains de productivité. En effet, parallèlement à la baisse de la productivité apparente du travail durant le quatrième trimestre 2009, le CUTR a connu une hausse de 2,8% en comparaison avec le même trimestre de l'année précédente. De même, la progression du CUTR marocain au quatrième trimestre 2009 a dépassé celle de la Pologne, de la France et de

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



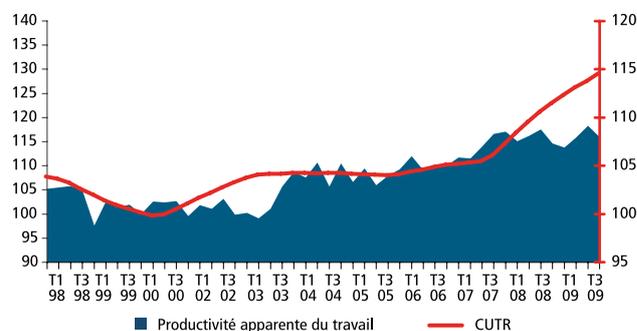
Source : HCP

Graphique 2.9 : Evolution de l'emploi selon les secteurs d'activité (effectifs en milliers)



Source : HCP

Graphique 2.10: Coût unitaire du travail relatif et productivité apparente du travail (Base : 2000)

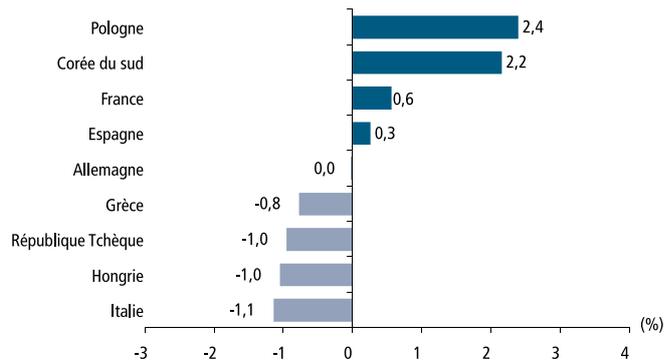


Source : Calculs BAM

l'Espagne respectivement de 2,4%, de 0,6% et de 0,3%. Il a par contre augmenté légèrement moins vite que celui de la République Tchèque, de la Hongrie, de la Grèce et de l'Italie.

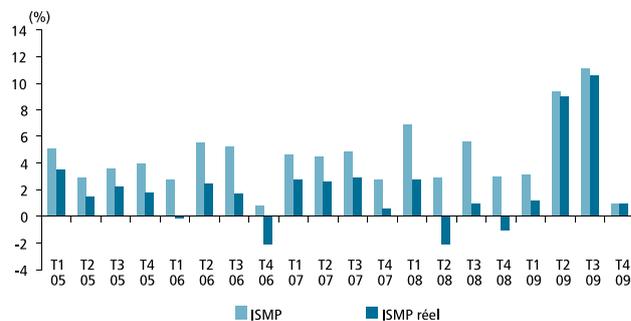
S'agissant de l'Indice des Salaires Moyens du secteur Privé (ISMP) calculé sur la base des données de la CNSS (Encadré 2.1), il a enregistré durant le quatrième trimestre 2009 une hausse limitée à 0,9% aussi bien en termes nominal que réel, après la forte hausse de 11,6% au troisième trimestre 2009, liée probablement à la deuxième revalorisation du SMIG (+5%) intervenue le 1er juillet 2009. De même, les résultats de l'enquête de conjoncture de BAM dans l'industrie confirment la hausse du niveau des salaires, avec un solde d'opinion de 11%.

**Graphique 2.11: Compétitivité-coûts du Maroc**  
Variation des coûts unitaires de la main-d'oeuvre du secteur manufacturier marocain par rapport à d'autres pays, 2008 T4-2009 T4



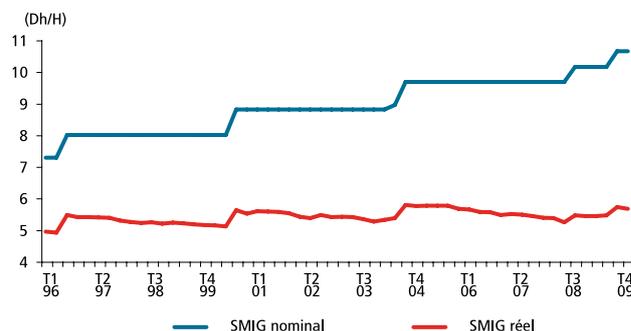
Sources : Datastream et calculs BAM

**Graphique 2.12: Variation de l'indice des salaires moyen dans le secteur privé (ISMP) 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

La conjoncture économique au niveau international a connu une nouvelle amélioration, comme en témoignent les résultats des comptes nationaux du quatrième trimestre de 2009 et les données relatives aux indicateurs de haute fréquence de janvier et février 2010. La reprise reste surtout marquée dans les pays émergents et en développement. Si elle est de plus en plus confirmée aux Etats-Unis, elle demeure, cependant, modeste dans d'autres régions avancées, notamment la zone euro. Des incertitudes importantes persistent, en outre, liées aux niveaux du chômage et au tassement du crédit dans les économies avancées, ainsi qu'à l'évolution de la dette souveraine qui révèle la fragilité de la soutenabilité des finances publiques dans plusieurs économies. Les risques liés au retrait des politiques de relance constituent également une source significative d'incertitude dans certains pays et particulièrement dans les principaux partenaires du Maroc. En dépit de la prise en considération de ces différents facteurs de risque, les prévisions de croissance pour l'année 2010 et 2011 ont été revues à la hausse dans plusieurs pays avancés et émergents. Au niveau de l'inflation, et dans un contexte de progression des cours des matières premières, les prix à la consommation à l'échelle mondiale se sont de nouveau orientés à la hausse, marquant en février 2010 une nouvelle progression annuelle dans la plupart des économies avancées. Cette orientation devrait vraisemblablement se maintenir en 2010, en liaison avec le renforcement des perspectives économiques, ce qui pourrait induire de nouvelles hausses des indices des prix à l'importation au Maroc. Au total, les évolutions récentes indiquent globalement une atténuation du choc défavorable de demande externe auquel fait face l'économie nationale depuis plusieurs trimestres. Elles montrent également qu'en cas de poursuite de la reprise des prix des matières premières et des prix à la consommation au niveau international, les tensions inflationnistes d'origine externe pourraient être moins modérées au cours des prochains trimestres.

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

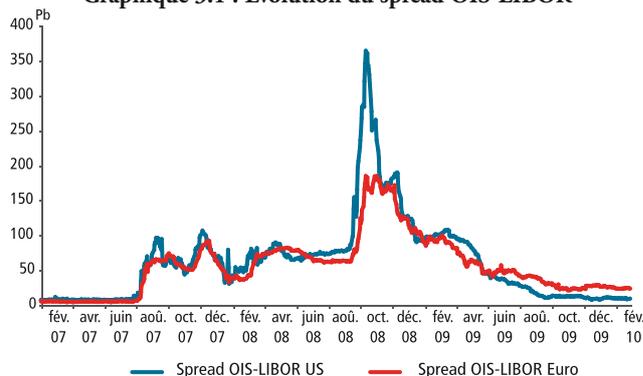
Les conditions financières, après le début d'une phase de normalisation, ont de nouveau montré certains signes de fragilité, particulièrement au niveau des primes de risques sur la dette souveraine de certains pays avancés. Au plan de l'activité économique, la reprise tend à se confirmer, mais des incertitudes continuent d'entourer son ampleur et sa durabilité.

##### 3.1.1 Conditions financières

L'évolution du marché interbancaire a été caractérisée par un resserrement des spreads OIS-Libor<sup>1</sup>, aussi bien aux Etats-Unis que dans la zone euro. Toutefois, ces spreads n'ont pas encore retrouvé leurs niveaux d'avant crise, puisqu'en février 2010 ils se sont établis respectivement, à 9,6 points de base (pb) aux Etats-Unis et à 24 pb dans la zone euro alors qu'ils étaient à 7 pb et 3 pb avant la crise.

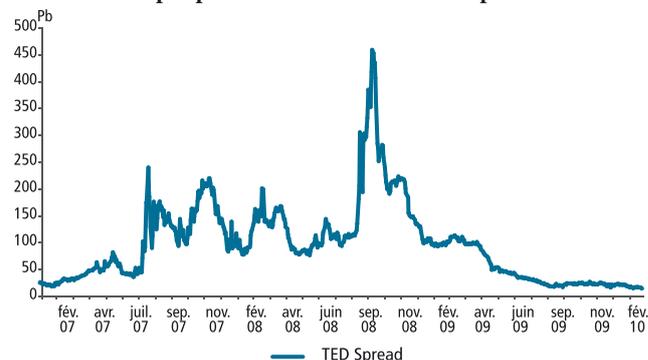
1 Le spread OIS-LIBOR correspond à l'écart entre le taux interbancaire à trois mois (LIBOR Eurodollar) et le taux des swaps au jour le jour indiciels (OIS) de même échéance. Son évolution est censée traduire les conditions de financement sur le marché monétaire.

Graphique 3.1 : Evolution du spread OIS-LIBOR



Source : Datastream

Graphique 3.2 : Evolution du TED spread<sup>2</sup>



Source : Datastream

2 Le TED spread représente l'écart de taux d'intérêt entre des titres courts émis par le Trésor américain (trois mois) et les prêts interbancaires à 90 jours en dollars américains. Il exprime ainsi le degré de confiance que les banques se font entre elles et renseigne sur le resserrement du crédit bancaire

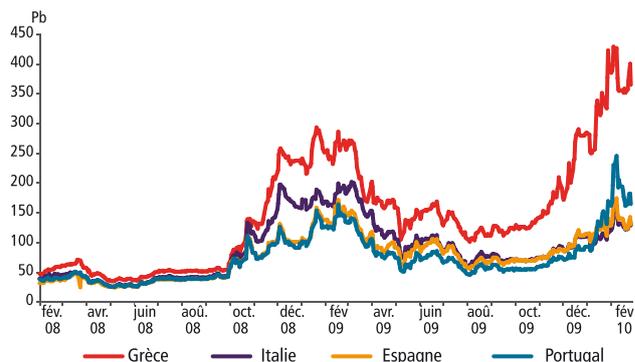
De même, les tensions ont poursuivi leur atténuation sur les marchés de la dette, où les écarts de taux se sont sensiblement réduits sous l'effet de la baisse des rendements des emprunts d'Etat à court terme. Cependant, la dégradation significative et continue des soldes budgétaires, notamment dans certains pays de la zone euro, accentuerait les tensions sur ces marchés et rendrait l'accès au financement plus difficile. Les effets défavorables de ces déséquilibres se sont, d'ores et déjà, matérialisés au niveau des Credit Default Swaps (CDS)<sup>1</sup> qui ont marqué une forte hausse durant les dernières semaines, surtout ceux de la Grèce, de l'Espagne, du Portugal et de l'Irlande. Inversement, les conditions de financement des économies émergentes demeurent favorables, leurs CDS s'étant établis, sur les deux premiers mois de 2010, à 125 points de base contre 220 points en 2009.

La normalisation graduelle des conditions financières s'est également reflétée sur les marchés des actions, qui ont poursuivi leur redressement entamé depuis mars 2009. Ainsi, les indices boursiers des économies avancées ont progressé dans une fourchette allant de 11% à 17% et ceux des économies émergentes à un rythme de 26% sur les deux premiers mois de 2010, en glissement annuel.

En outre, l'amélioration progressive de la situation financière a incité les Banques centrales des principaux pays avancés à entamer, à des rythmes différenciés, le processus de retrait des mesures exceptionnelles de soutien au secteur financier. En effet, la Réserve fédérale américaine a relevé son taux d'escompte de 0,50% à 0,75% le 18 février 2010, première hausse depuis le début de la crise et ce, en liaison avec l'amélioration relevée en matière de liquidité. Pour sa part, la Banque centrale européenne a commencé un retrait graduel de ses facilités de crédit non conventionnelles en réduisant la fréquence et les échéances de ses opérations d'open market.

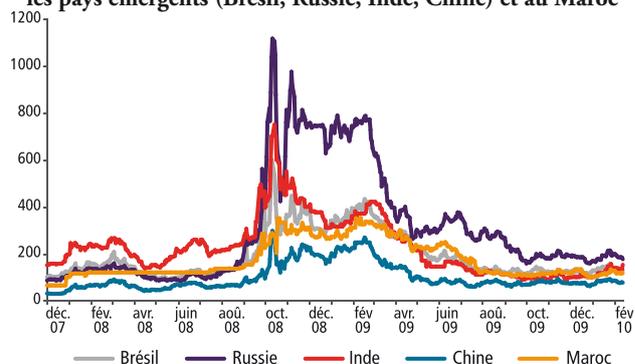
1 Les CDS correspondent à des primes d'assurance contre le risque de défaut d'une dette souveraine. Leur évolution mesure le degré d'aversion au risque des investisseurs quant à la capacité de ces pays à honorer leurs engagements.

Graphique 3.3 : Evolution des CDS dans certains pays de la zone euro



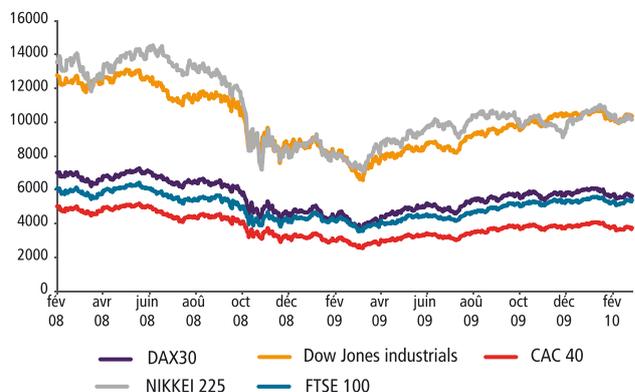
Source : Datastream

Graphique 3.4 : Evolution des Credit Default Swaps dans les pays émergents (Brésil, Russie, Inde, Chine) et au Maroc



Source : Datastream

Graphique 3.5 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



Source : Datastream

Les marchés du crédit ont, quant à eux, été caractérisés, en février 2010, par l'accélération de la contraction du rythme de progression du crédit aussi bien en glissement annuel que mensuel. Cette évolution est imputable à la fois à la persistance du durcissement des critères d'octroi de crédit et à la faiblesse de la demande. Ainsi, le taux de croissance des crédits aux Etats-Unis est ressorti à -0,6%, en janvier 2010, contre -0,1% le mois précédent alors que dans la zone euro il s'est établi à -3,6% au lieu de -3%.

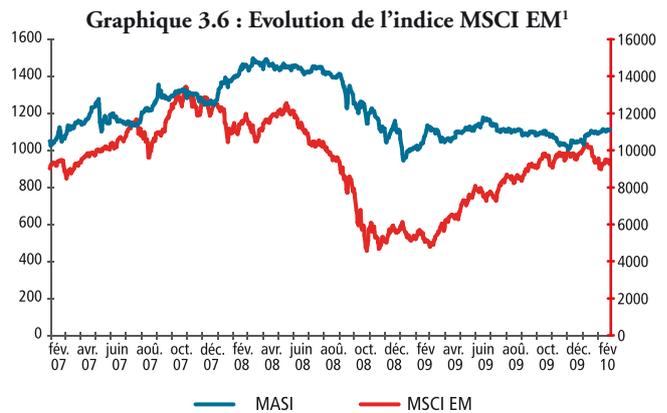
Globalement, les systèmes financiers resteraient fragiles dans de nombreux pays avancés et plusieurs pays émergents qui ont été durement touchés par la crise. En effet, les principaux facteurs de risques proviendraient notamment du marché du crédit, qui devrait rester peu dynamique, du transfert des risques financiers vers les bilans des Etats et de l'augmentation des niveaux d'endettement public.

### 3.1.2 Activité économique dans le monde

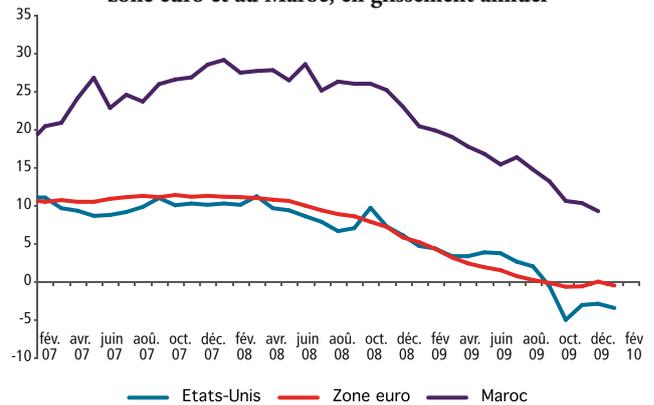
Les derniers indicateurs de la conjoncture internationale laissent entrevoir un redressement global de l'activité économique, portée par la poursuite d'une croissance vigoureuse dans les pays émergents et en développement notamment en Asie, par des signes récents de d'amélioration dans certains pays avancés et de redressement modeste dans les autres pays.

Par ailleurs, les résultats des comptes nationaux du quatrième trimestre 2009 et les indicateurs de haute fréquence disponibles pour janvier et février, ainsi que les dernières projections de croissance mondiale de la plupart des organismes internationaux confirment le redressement global de l'activité.

Ainsi, au quatrième trimestre de 2009, l'activité économique a continué d'être particulièrement vigoureuse dans les pays émergents notamment en Chine, et a même connu un redressement dans certains pays développés comme aux Etats-Unis. Cependant, la reprise demeure modeste dans d'autres régions avancées, comme en attestent les dernières évolutions de la croissance dans la zone euro et notamment les pays partenaires du Maroc.



**Graphique 3.7 : Evolution du crédit aux Etats-Unis dans la zone euro et au Maroc, en glissement annuel**



<sup>1</sup> Indice 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).

Aux Etats-Unis, la croissance a marqué au quatrième trimestre 2009, une progression de 5,9% du PIB en rythme annuel en deuxième estimation faite par le Département américain du commerce, après 2,2% affichée le trimestre précédent. Malgré l'amélioration constatée au niveau des comptes nationaux du quatrième trimestre, l'évolution des indicateurs avancés à fin janvier reste mitigée. Ainsi, l'indice composite avancé de confiance des consommateurs a accusé une baisse de 18,6% pour s'établir à 46 points, après 56,5 points atteint un mois auparavant.

Dans la zone euro, notre principal partenaire, la croissance a en revanche ralenti au quatrième trimestre 2009, le PIB n'ayant progressé que de 0,1% en rythme trimestriel (soit une baisse de 2,1% en rythme annuel), après une hausse de 0,4% enregistrée au trimestre précédent.

Concernant les principaux partenaires du Maroc, en particulier l'Espagne et l'Italie, la croissance au quatrième trimestre a enregistré une baisse de 0,1% et de 0,2% en variation trimestrielle, après un repli de 0,3% et une hausse de 0,6% respectivement au trimestre précédent. En Allemagne, le PIB s'est stabilisé après une progression de 0,7% au troisième trimestre. Seule la France, a marqué une hausse du PIB de 0,6%, après celle de 0,2% enregistrée un trimestre auparavant.

Les indicateurs de haute fréquence de janvier et février 2010, laissent entrevoir la poursuite de la reprise de l'activité économique.

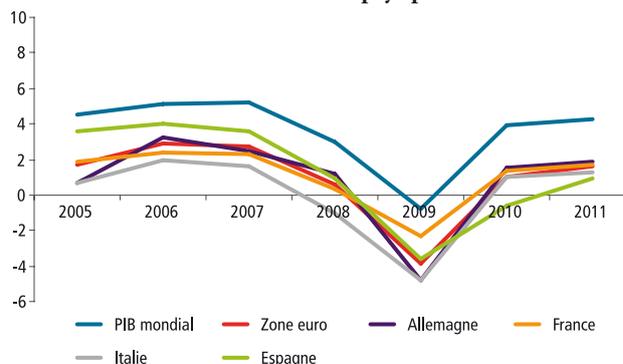
L'indice PMI manufacturier a atteint en février un plus haut niveau depuis 30 mois, ressortant à 54,2 après 52,4 en janvier en hausse mensuelle de 3,4%. De son côté, l'indice PMI Flash Composite avancé de l'activité globale dans la zone euro, qui a atteint 53,7 points, soit son niveau du mois précédent, se maintient pour le septième mois consécutif.

Tableau 3.1 : Evolution de la croissance dans le monde

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

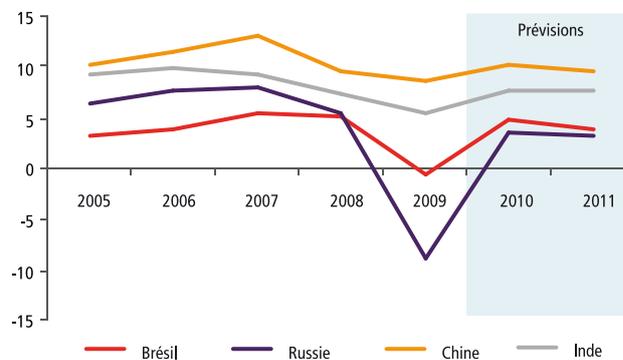
Sources : FMI, Banque mondiale et OCDE

Graphique 3.8 : Evolution du PIB dans le monde, dans la zone euro et les pays partenaires



Source : FMI

Graphique 3.9 : Evolution du PIB en % dans les pays émergents (Brésil, Russie, Inde, Chine)



Source : FMI

Par ailleurs, l'indice composite avancé des pays partenaires, élaboré par Bank-Al Maghrib, s'est établi à 95,5 au quatrième trimestre contre 97,5 le trimestre précédent.

En dépit de la confirmation des signes de reprise, le maintien des taux de chômage à un niveau élevé, la persistance du tassement du crédit et l'impact du niveau insoutenable de la dette publique, constituent des facteurs de risque quant à la vigueur du rebond conjoncturel dans certains pays. En janvier 2010 le taux de chômage a toutefois diminué à 9,7% aux Etats-Unis après 10% le mois précédent, et est resté à 9,9% d'un mois à l'autre dans la zone euro, avec notamment un taux de 10,1% en France et un maximum de 18,8% en Espagne.

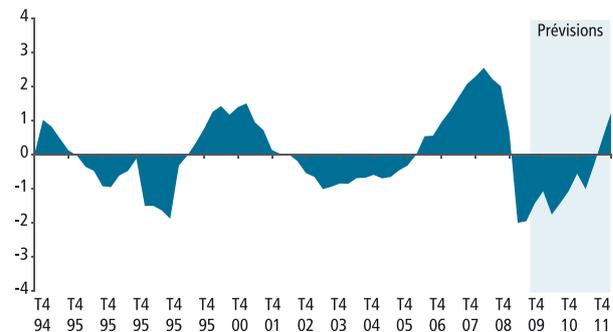
Concernant les perspectives de croissance à court terme, selon les projections du FMI de janvier 2010, les Etats-Unis enregistreraient une croissance de 2,7% et 2,4% en 2010 et 2011. La zone euro afficherait, quant à elle, une hausse du PIB de 1% en 2010 et de 1,6% en 2011 et une croissance allant de 0,9% à 1% en 2010 et de 1,5% à 1,7% en 2011, selon la Banque Mondiale, l'OCDE et la BCE. En France, en Allemagne et en Espagne la progression du PIB serait de 1,4%, de 1,5% et de -0,6% en 2010, suivie d'une hausse, en 2011, de 1,7% aussi bien pour la France que l'Allemagne et de 0,9% pour l'Espagne.

Dans les pays émergents, notamment en Chine et en Inde, la croissance du PIB en 2010, serait de 10% et de 9,7% selon le FMI et de 9% et 7,5% pour la Banque Mondiale. Le Brésil et la Russie enregistreraient des hausses du PIB de 4,7% et 3,6% en 2010.

### 3.2 Inflation dans le monde

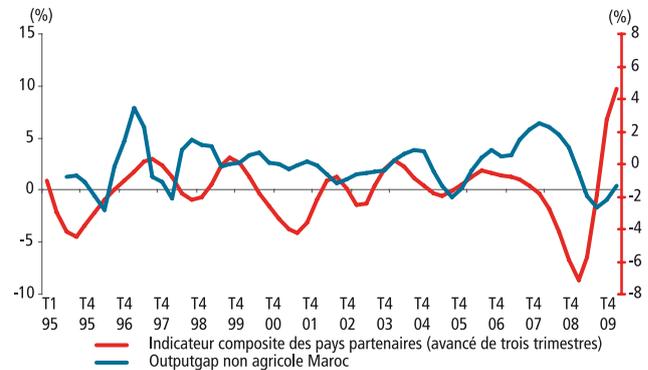
Dans un contexte de reprise graduelle de l'activité économique, l'inflation mondiale a marqué en février 2010 une nouvelle hausse en

Graphique 3.10 : Output-gap des principaux pays partenaires



Sources : Commission européenne et calculs BAM

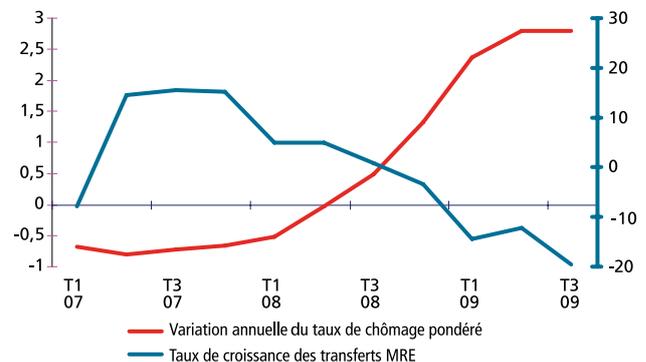
Graphique 3.11 : Indicateur composite avancé pondéré des pays partenaires\* et Output gap non agricole du Maroc



\* 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 3.12 : Evolution du taux de variation du chômage pondéré des pays partenaires et du taux de croissance des transferts des MRE\*, en glissement annuel



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

Sources : Datastream, OC et calculs BAM

glissement annuel. Les estimations préliminaires publiées par Eurostat font ainsi ressortir une hausse de 0,9% de l'inflation en février 2010 dans la zone euro, après celle de 1% enregistrée le mois précédent.

Dans les pays partenaires, les données disponibles arrêtées à fin janvier 2010, font ressortir une poursuite de la tendance haussière de l'inflation observée depuis novembre dernier. Ainsi, l'inflation a atteint respectivement en Italie et en Espagne 1,3% et 1%, au lieu de 1% et 0,8% le mois précédent. En Allemagne, et en France, l'inflation s'est inscrite en hausse à 0,8% et 1,1% au lieu de 0,9% et -0,9% un mois auparavant.

Après une décélération des prix à la consommation depuis le mois d'août 2008, la reprise de l'inflation observée depuis novembre 2009, s'est poursuivie en janvier, et reste imputable principalement à la progression récente des cours internationaux des matières premières.

S'agissant des perspectives d'inflation, les prévisions de janvier 2009 du FMI, font état d'une hausse des prix dans les pays avancés de 1,3% et 1,5% en 2010 et 2011 au lieu de 1,1% et 1,3% prévus en octobre dernier. Dans les pays émergents et en développement, l'inflation serait de 6,2% et 4,6% en 2010 et 2011 au lieu de 4,9% et 4,5% en octobre dernier.

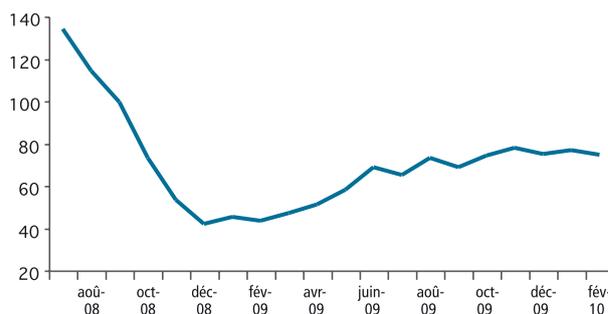
A moyen terme, et au vu des dernières évolutions de la conjoncture économique internationale, l'inflation devrait continuer d'être orientée à la hausse dans la plupart des économies. Cette évolution serait liée au renforcement de la reprise économique mondiale, à l'amélioration sensible des perspectives de croissance dans les pays avancés et au regain de hausse des prix des matières premières. Cependant, les taux encore faibles d'utilisation des capacités de production dans la majorité des pays devraient limiter les tensions inflationnistes à court terme.

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

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

(\*) Indices harmonisés  
Sources : FMI, Eurostat et OCDE pour les autres pays

**Graphique 3.13 : Cours mondial du Brent en dollar**



Source : Datastream

**Tableau 3.3 : Prévisions du prix actuel du pétrole (Brent) sur le marché des futures(en dollars US)**

T1:10	T2:10	T3:10	T4:10	2010	2011	2012
78,4	80,9	82,1	83,1	81	84,9	86,6

Source : Bloomberg

### 3.3 Prix du pétrole

En février 2010, les prix du Brent ont enregistré une baisse mensuelle de 3,1%, pour atteindre en moyenne 77 dollars le baril. Cette baisse du cours du pétrole s'explique par l'appréciation du dollar et les ventes massives opérées par les fonds spéculatifs. La hausse observée était liée à la reprise économique mondiale, à la faiblesse du dollar américain, qui a favorisé les achats massifs spéculatifs, et à la baisse des stocks mondiaux en particulier aux Etats-Unis fréquente en période hivernale. Sur l'ensemble de l'année 2009, le cours du baril du Brent a atteint en moyenne 61,9 dollars le baril, au lieu de 97,7 dollars l'année précédente, demeurant ainsi en repli de 57,8% en glissement annuel.

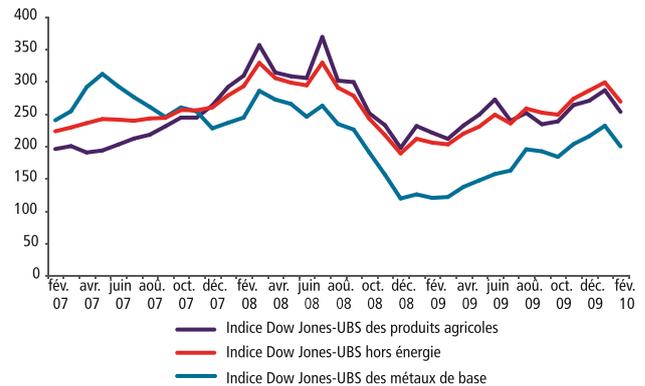
D'après les perspectives économiques mondiales du FMI de janvier 2010, le prix du pétrole devrait atteindre un niveau moyen de 76 dollars le baril en 2010 et de 82 dollars le baril en 2011, en nette hausse par rapport aux prévisions d'octobre dernier.

Selon les dernières projections de janvier de la Banque mondiale, le prix moyen du pétrole se maintiendrait autour de 76 dollars le baril en 2010 et 2011. Sur le marché des futures, le prix du pétrole s'établirait en moyenne à 81,0 dollars le baril en 2010 et à 84,9 dollars en 2011. Globalement, selon la plupart des opérateurs au niveau mondial, les prévisions d'évolution du marché pétrolier intègrent essentiellement le redressement de l'activité économique mondiale, les révisions à la hausse de la demande mondiale en 2010 et 2011 selon le dernier rapport de l'Agence internationale de l'énergie et de l'OPEP.

### 3.4 Prix des matières premières hors énergie

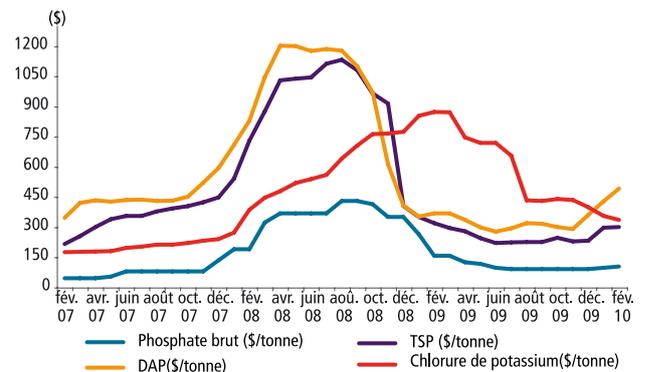
Après une hausse continue entamée depuis le début de 2009, les prix des matières premières hors énergie ont enregistré un recul au mois

Graphique 3.14 : Evolution de l'indice Dow Jones UBS des matières premières hors énergie (Base : 2006)



Sources : Datastream

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



Source : Datastream

Tableau 3.4 : Evolution des futures et des prévisions de blé par trimestre

Blé (Cts/b.u)	T1:10	T2:10	T3:10	T4:10	2010	2011
Futures	496	499,73	523,12	550,01	519,00	418,20
Prévisions	550,00	590,00	575,00	600,00	540,00	498,00

Source : Bloomberg

de février 2010, qui englobe aussi bien les prix des produits agricoles que ceux des métaux de base. Cette évolution a été favorisée par la hausse du dollar. Toutefois, ces cours restent à des niveaux assez élevés par rapport à ceux enregistrés une année auparavant. Ainsi, au terme des deux premiers mois de 2010, l'indice Dow Jones-UBS (DJ-UBS)<sup>1</sup> des prix des matières premières hors énergie a marqué une hausse de 36,1%, par rapport à la même période de l'année précédente. Néanmoins, au mois de février 2010, il est ressorti en recul de 9,9%, en rythme mensuel.

De même, l'indice DJ-UBS des prix des produits agricoles<sup>2</sup> s'est inscrit en hausse de 19,3%, en glissement annuel, et en baisse de 11,6%, d'un mois à l'autre. Cette évolution s'explique essentiellement par le repli des prix des céréales, suite notamment à la révision à la hausse des perspectives de récolte des principaux pays producteurs et à l'appréciation du dollar. Ainsi, les cours du blé, du maïs et de l'orge ont fléchi en février 2010, respectivement, de 3,6%, 3,3% et 6,2% d'un mois à l'autre. Par contre, le prix du sucre a poursuivi la hausse entamée depuis le début de 2009, suite essentiellement à un déficit de l'offre des principaux producteurs mondiaux surtout le Brésil et l'Inde. Le prix du sucre a, ainsi, atteint un record de 89 cents le kilogramme en février 2010, en hausse de 104% en glissement annuel.

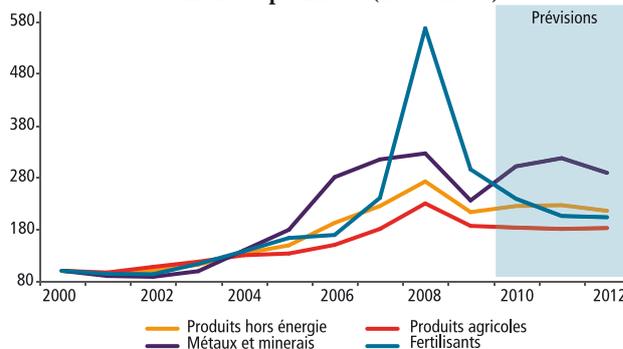
L'indice DJ-UBS des prix des métaux de base<sup>3</sup> a, quant à lui, augmenté de 75,6%, en glissement annuel, et accusé un recul de 13,8%, en rythme mensuel. Les cours du cuivre, du zinc et du plomb ayant affiché des baisses respectives de 7,3%, de 11,4% et de 10,3%, d'un mois à l'autre, suite notamment au renforcement du niveau des stocks.

1 Le DJ-UBS hors énergie est composé des matières premières suivantes : Blé, maïs, sucre, coton, café, soja, aluminium, cuivre, zinc, nickel, or, argent, bovins et l'huile de soja.

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

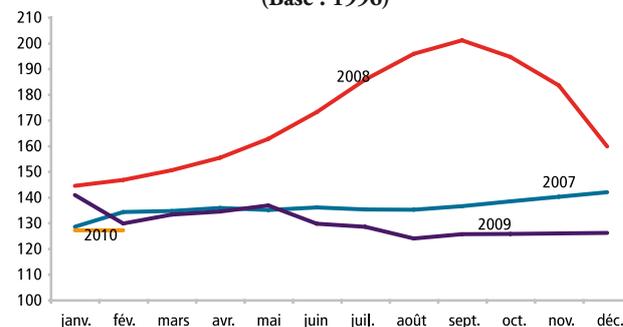
3 Le DJ-UBS des métaux industriels est composé de : l'aluminium, cuivre, zinc et du nickel

Graphique 3.16 : Perspectives d'évolution des indices des prix des matières premières (Base : 2000)



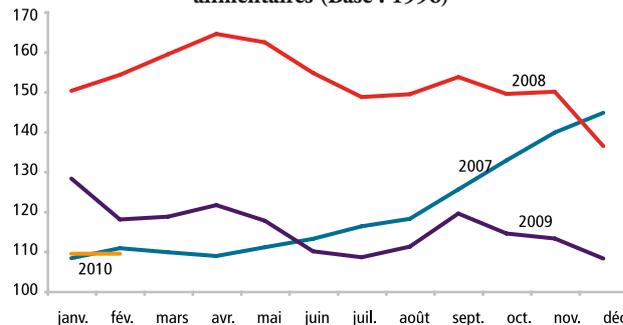
Source : Banque mondiale

Graphique 3.17 : Indice des prix à l'import hors énergie (Base : 1996)



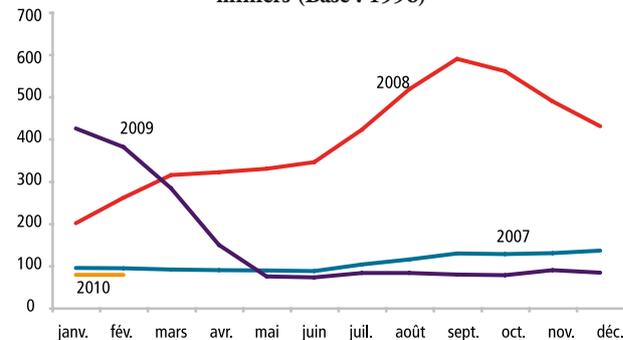
Sources : OC et calculs BAM

Graphique 3.18 : Indice des prix à l'import des produits alimentaires (Base : 1996)



Sources : OC et calculs BAM

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



Sources : OC et calculs BAM

En revanche, les cours du phosphate et ses dérivés se sont, globalement, inscrits dans une tendance haussière. Le prix du phosphate a augmenté de 6,5%, d'un mois à l'autre, pour atteindre 490,5 dollars la tonne. Les cours du DAP, de l'UREA et du TSP ont marqué des hausses de 14,7%, de 4,6% et de 1,2%, respectivement. Par contre, le prix du potassium chlorure a régressé de 5,5%.

A court terme, les cours des matières premières hors énergie devraient connaître une hausse modérée, la demande devrait rester tributaire de la reprise économique mondiale et les niveaux des stocks demeureront assez élevés. Ainsi, la plupart des organismes internationaux prévoient une progression des cours des matières premières hors énergie allant de 5,3% à 5,8% en 2010, avec une hausse plus marquée pour les prix des métaux, et de 0,7% à 1,6% en 2011.

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

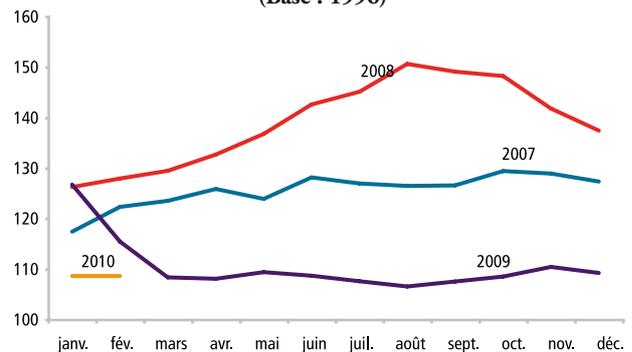
Selon les dernières données disponibles, l'indice des prix à l'importation (IPM) hors énergie a enregistré en janvier 2010 une hausse mensuelle de 0,8%, après celle de 0,2% observée en décembre dernier. Cette évolution traduit principalement l'augmentation de 1,1% de l'IPM des produits alimentaires par rapport au mois précédent, en relation notamment avec la hausse de 13,5% du prix unitaire à l'importation du beurre et de 15,6% de celui du thé.

En revanche, l'IPM des demi-produits a connu un repli mensuel de 0,6%, sous l'effet de la régression de 6,9% et de 5,1% respectivement du prix à l'import des matières plastiques et de celui des fils et barres. Dans le même temps, l'IPM des produits miniers a accusé une baisse mensuelle de 6,6%, reflétant essentiellement le repli de 59% du prix unitaire à l'importation du soufre et de 2,5% de celui du fer et acier.

En glissement annuel, l'IPM hors énergie a accusé une baisse de 9,8%. En effet, l'IPM des produits alimentaires s'est inscrit en retrait de 14,7%, attribuable au recul des prix unitaires à l'importation du blé et des huiles végétales brutes respectivement de 27,5% et de 7,9%. De même, l'IPM des demi-produits a enregistré une diminution de 14,3%, consécutivement à la baisse des prix à l'import des papiers et cartons et de celui des fils et barres. Quant à l'IPM des produits miniers, il s'est inscrit en régression de 81,6%, due pour l'essentiel à la chute de 93,4% du prix unitaire à l'importation du soufre brut.

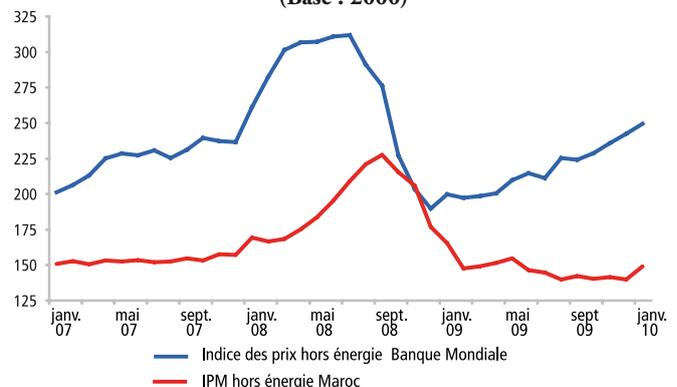
Dans un contexte international marqué par une certaine volatilité des cours mondiaux des matières premières, les tensions inflationnistes découlant des prix à l'importation, qui demeurent faibles, pourraient reprendre progressivement au cours des prochains trimestres.

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



Sources : OC et calculs BAM

Graphique 3.21 : Evolution de l'indice mondial des prix des matières premières et de l'IPM hors énergie national (Base : 2000)



Sources : Banque mondiale et OC

## 4. CONDITIONS MONÉTAIRES ET PRIX DES ACTIFS

Comme dans le Rapport sur la Politique Monétaire de décembre 2008, l'analyse des conditions monétaires fait apparaître un ralentissement de la création monétaire. En effet, la masse monétaire a progressé de 5,3% au quatrième trimestre 2009 et de 5% en janvier 2010, au lieu de 8,1% durant les neuf premiers mois de l'année 2009. Dans ces conditions, l'excédent monétaire s'est maintenu à un niveau quasiment nul durant les derniers trimestres. Dans le même temps, en dépit d'un ralentissement par rapport au troisième trimestre 2009, le crédit bancaire a continué d'évoluer à un rythme relativement soutenu, soit 10,2% au quatrième trimestre 2009 et 11,6% en janvier 2010, à la faveur du redressement progressif de la croissance non agricole. Concernant les taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le quatrième trimestre indiquent une légère augmentation du taux d'intérêt moyen pondéré, liée principalement à la hausse des taux appliqués aux crédits immobiliers. Pour ce qui est du taux de change effectif du dirham, il s'est déprécié de 1,52% en termes nominaux au dernier trimestre 2009 et de 2,34% en termes réels, en liaison avec le différentiel d'inflation favorable au Maroc. Concernant les prix des actifs, l'analyse effectuée sur la base du nouvel indice des prix des actifs immobiliers, calculé par BAM, a fait ressortir une légère diminution de 0,5% au quatrième trimestre de l'année passée, en glissement annuel. Quant aux cours boursiers, ils ont globalement poursuivi leur orientation baissière, entamée au début de l'année 2008. Au total, les évolutions récentes des conditions monétaires et financières confirment la modération des pressions inflationnistes pour les prochains trimestres.

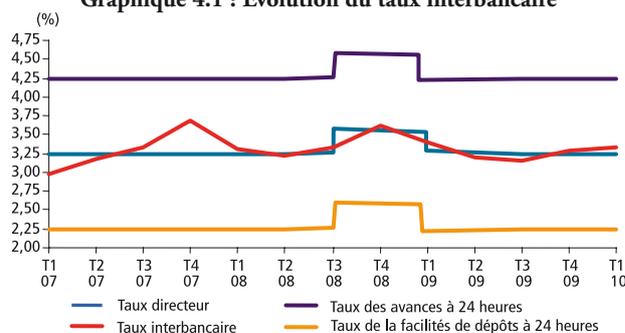
### 4.1 Conditions monétaires

#### 4.1.1 Taux d'intérêt

Dans un contexte marqué par une orientation à la baisse des risques et une prévision de l'inflation en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, le Conseil de Bank Al-Maghrib a décidé, lors de sa dernière réunion du 22 décembre 2009, de maintenir le taux directeur à son niveau de 3,25%. Dans ces conditions, le taux au jour le jour sur le marché monétaire interbancaire s'est établi à 3,34% en moyenne entre janvier et février 2010, en hausse de 6 points de base par rapport au trimestre précédent, soit à un niveau proche du taux directeur.

Pour leur part, les taux des bons du Trésor à court terme émis sur le marché primaire ont été orientés à la hausse après une quasi-stabilité durant les trois derniers trimestres. Le mouvement de hausse des taux des bons à moyen terme observé depuis octobre 2009, s'est poursuivi au début de l'année 2010. Une évolution comparable a été constatée sur le marché secondaire, les rendements à court et à moyen termes ayant augmenté et ceux à long terme étant restés globalement stables.

Graphique 4.1 : Evolution du taux interbancaire\*

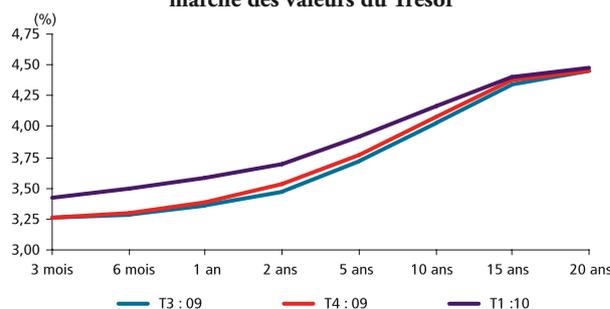


\* L'observation du premier trimestre 2010 correspond à la moyenne quotidienne de la période du 1<sup>er</sup> janvier au 28 février.

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

	2008		2009				janv.10
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	
13 semaines	3,42	3,69	3,58	3,26	3,25	3,25	3,43
26 semaines	-	3,77	3,65	3,31	3,27	3,28	-
52 semaines	3,51	3,84	3,75	3,35	3,33	3,37	3,51
2 ans	-	-	3,90	3,44	3,48	3,57	3,67
5 ans	3,75	3,99	4,05	3,69	3,68	3,74	3,88

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

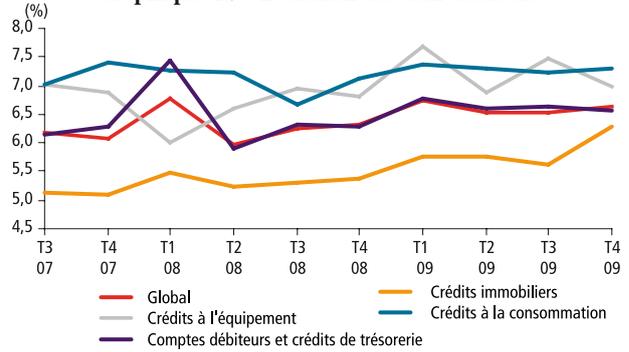


S'agissant des taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois, qui est resté quasiment stable entre le troisième et le dernier trimestre, a accusé un fléchissement de 10 points de base en janvier 2010 pour revenir à 3,44%. Son repli recouvre cependant des évolutions différenciées des taux sur les placements à terme auprès des banques. Le taux servi sur les dépôts à 6 mois, le plus lié aux variations du loyer de l'argent au jour le jour, a connu un ajustement à la hausse, s'élevant de 3,24% à 3,33%. En revanche, celui assortissant les dépôts à un an a accusé une baisse, s'établissant à 3,57%.

Tableau 4.2 : Taux créditeurs (placements à terme)

	2008		2009				janv.10
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	
6 mois	3,50	3,90	3,61	3,52	3,31	3,24	3,33
12 mois	3,89	4,23	3,91	3,96	3,68	3,69	3,57
Moyenne pondérée	3,77	4,13	3,78	3,78	3,55	3,54	3,44

Graphique 4.3 : Evolution des taux débiteurs



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

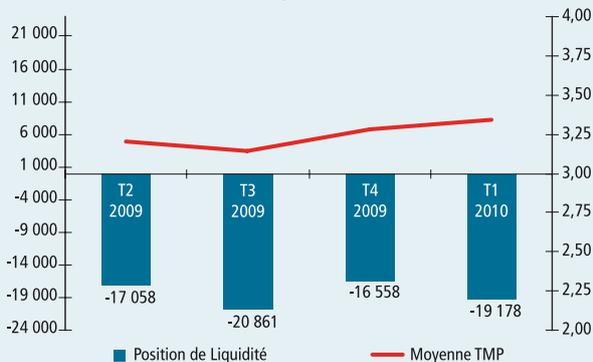
Au cours du quatrième trimestre de l'année 2009, le déficit de liquidité bancaire s'est atténué, suite à la décision de réduction du ratio de la réserve obligatoire de 2 points de pourcentage, prise par le Conseil de Bank Al-Maghrib lors de sa réunion du 1er octobre 2009 et qui a induit une injection de liquidité globale de 7,1 milliards de dirhams. En conséquence, l'insuffisance moyenne des trésoreries bancaires est revenue de 20,9 milliards de dirhams en T3 2009 à 16,6 milliards en T4 2009.

Les facteurs autonomes de la liquidité bancaire ont poursuivi leur évolution restrictive sur les trésoreries bancaires au courant du quatrième trimestre. En effet, l'augmentation de la circulation de la monnaie fiduciaire a atteint 2,6 milliards de dirhams, en raison principalement d'Aïd Al-Adha et du Nouvel An.

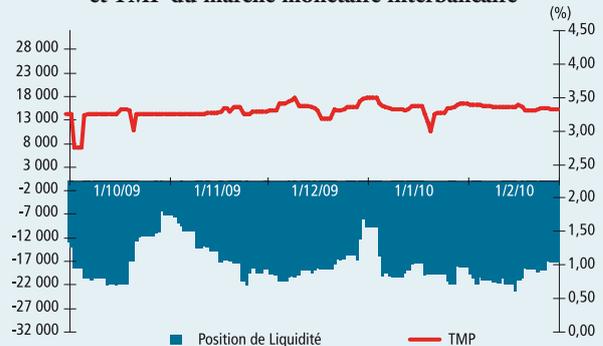
En revanche, les opérations du Trésor ont été à l'origine d'une injection de liquidités de 3,7 milliards de dirhams, notamment en raison du remboursement des échéances de la dette intérieure ainsi que de l'accélération du rythme d'exécution de la Loi de Finances en fin d'année.

Globalement, les facteurs autonomes ont exercé un effet restrictif de 2,3 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



L'insuffisance moyenne des trésoreries bancaires s'est accentuée au courant du premier trimestre de l'année 2010, passant de 16,6 milliards en T4 2009 à 19,2 milliards, en raison de l'évolution restrictive des facteurs autonomes.

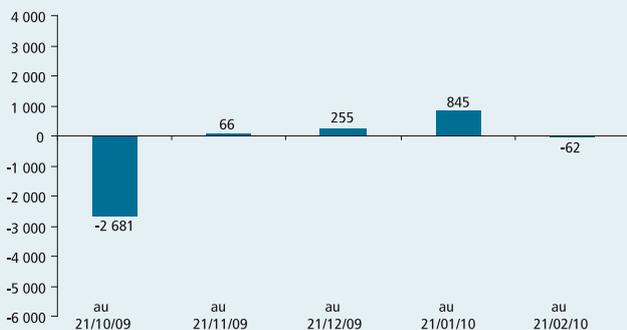
En effet, les opérations sur avoirs extérieurs ont induit une ponction de liquidités de 4,3 milliards de dirhams résultant de la différence entre les achats de devises par les banques commerciales qui ont totalisé 7,6 milliards de dirhams, dont 6,8 milliards au titre de cession de participation de Méditel par Telefonica, et les cessions de billets de banque étrangers qui ont atteint 3,3 milliards de dirhams.

En revanche, les opérations du Trésor ont été à l'origine d'une injection de liquidités de 450 millions de dirhams. Les charges du Trésor se sont élevées à 52 milliards de dirhams, dont 14 milliards dus aux remboursements des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire. Les ressources du Trésor ont totalisé 51,6 milliards de dirhams dont 19,8 milliards attribuables aux souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor.

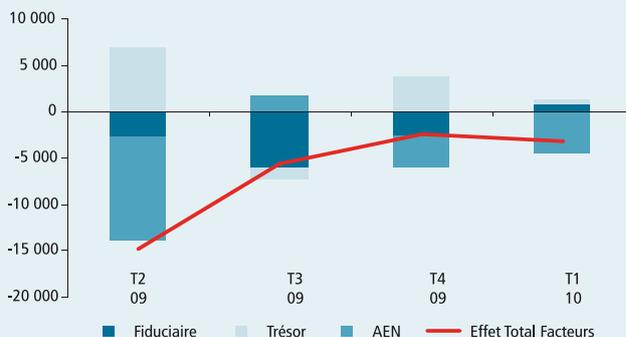
En outre, le reflux de la monnaie fiduciaire a atteint 771 millions de dirhams.

Globalement, les facteurs autonomes ont exercé un effet restrictif de 3,1 milliards 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 19,2 milliards au cours de ce trimestre, Bank Al-Maghrib est intervenue exclusivement au moyen des opérations d'avances à 7 jours pour un montant quotidien moyen de 19,3 milliards de dirhams.

Au cours du premier trimestre de l'année 2010, le taux moyen pondéré s'est établi en moyenne à 3,34%, en hausse de 6 points de base par rapport au trimestre précédent. En revanche, la volatilité du TMP a baissé de 5 points de base s'établissant à 0,07% contre 0,12% précédemment.

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



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



Pour ce qui est des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib, auprès des banques pour le quatrième trimestre 2009, indiquent un accroissement limité du taux moyen pondéré du crédit bancaire qui s'est situé à 6,63%. Cette évolution est attribuable principalement à l'augmentation des taux appliqués aux crédits immobiliers.

En revanche, les taux assortissant les facilités de trésorerie sont restés quasiment stables, tandis que ceux des crédits à l'équipement se sont inscrits en repli d'un trimestre à l'autre.

### 4.1.2 Monnaie, crédit et placements liquides

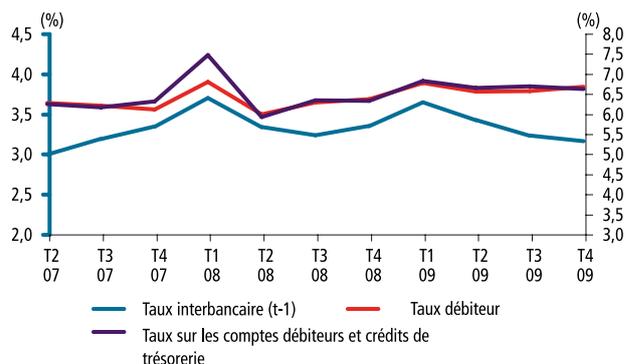
#### Evolution de M3

Les données les plus récentes confirment la poursuite de la croissance modérée de la masse monétaire, traduisant essentiellement l'effet de la baisse des avoirs extérieurs nets et de la décélération du crédit. Aussi, l'excédent monétaire s'est-il maintenu à un niveau inférieur à ceux observés durant les derniers trimestres, augurant de la modération des pressions inflationnistes d'origine monétaire à moyen terme.

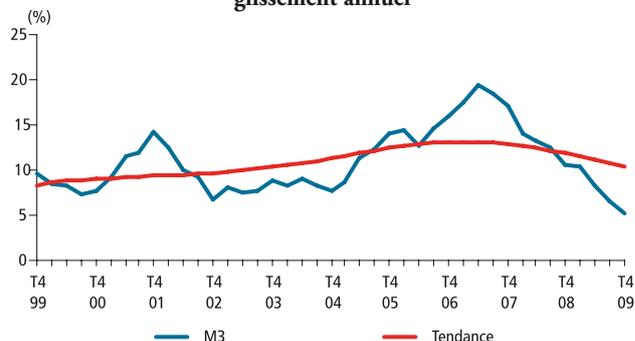
En dépit de son ralentissement, le crédit bancaire demeure le principal contributeur à la croissance annuelle de l'agrégat M3, à hauteur de 8,6 points de pourcentage en janvier 2010, alors que les créances nettes sur l'Etat et les avoirs extérieurs nets continuent d'impacter négativement la création monétaire.

De fait, après s'être établi à 8,1% en moyenne durant les neuf premiers mois de 2009, le rythme annuel de progression de l'agrégat M3 est revenu à 5,3% au quatrième trimestre et à 5% en janvier. Cette évolution reflète des

Graphique 4.4 : Taux interbancaire et taux débiteurs



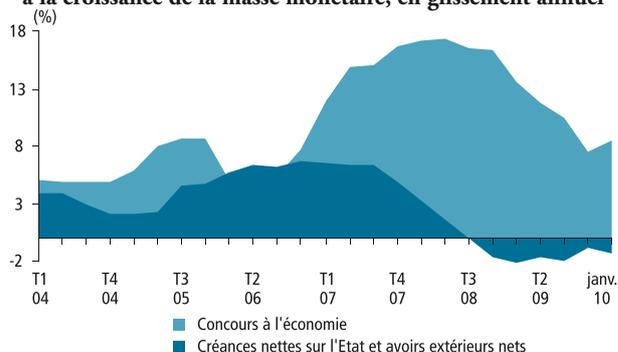
Graphique 4.5 : Croissance de M3 et sa tendance, en glissement annuel



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



Graphique 4.7 : Contributions des principales contreparties à la croissance de la masse monétaire, en glissement annuel



mouvements de réallocation des portefeuilles des agents non financiers en faveur des actifs non inclus dans M3, parallèlement au renforcement des titres des OPCVM monétaires et obligataires.

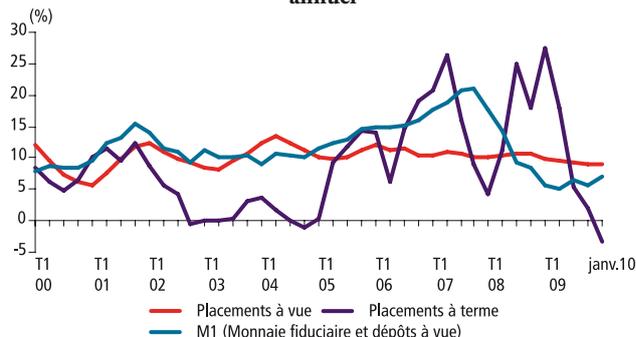
Les rythmes d'accroissement des différentes composantes de M3 sont demeurés modérés, voire négatifs, reflétant principalement l'impact des facteurs saisonniers et des effets de base. Ainsi, la stagnation de la monnaie fiduciaire en janvier 2010 s'est traduite par une nouvelle décélération de sa progression annuelle, revenue à 7,1% après 8,3% le trimestre précédent. A l'inverse, bien qu'en contraction en janvier, suite à l'ajustement à la baisse des dépôts à vue des entreprises non financières, conformément à leur profil saisonnier, la monnaie scripturale ressort en augmentation de 7,1% en glissement annuel en janvier, après 4,7% au cours du dernier trimestre 2009. Cette accélération est imputable, en grande partie, à un effet de base lié au repli plus important enregistré pendant le même mois de l'année précédente.

Dans le même temps, les placements à terme auprès des banques n'ont pas connu de variations significatives d'un mois à l'autre, l'impact de l'accroissement des dépôts à terme des particuliers ayant été atténué par le repli de ceux des entreprises non financières. Par ailleurs, leur taux annuel de progression a été négatif en janvier, indiquant vraisemblablement l'importance des transferts au profit des placements alternatifs à la monnaie.

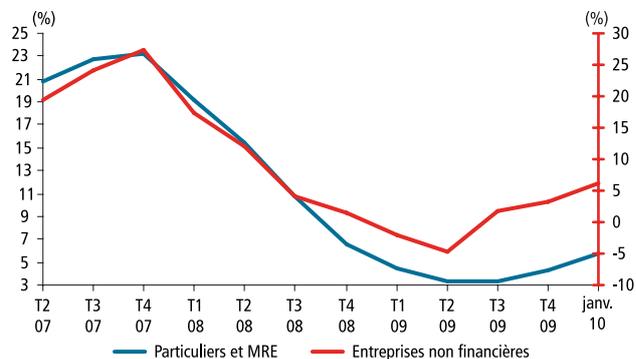
### Crédit bancaire

Dans un contexte marqué par un redressement graduel de la croissance non agricole, le crédit bancaire continue d'évoluer à un

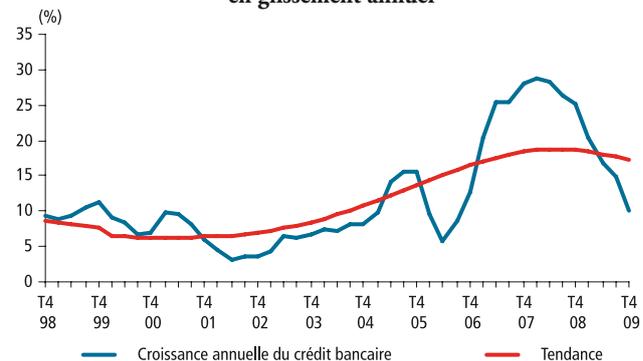
Graphique 4.8 : Evolution des composantes de M3, en glissement annuel



Graphique 4.9 : Croissance des dépôts à vue par agent économique, en glissement annuel



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



Graphique 4.11 : Evolution du crédits bancaire, en glissement trimestriel



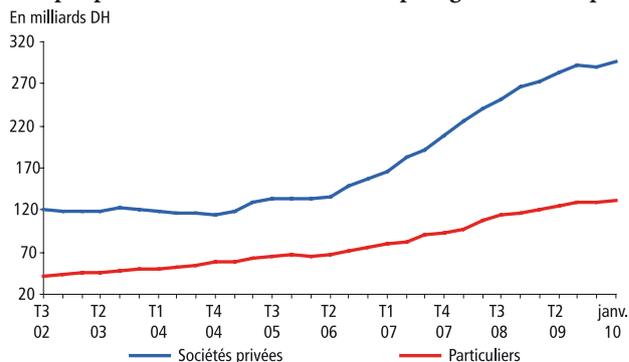
rythme soutenu, son ralentissement observé depuis le deuxième trimestre 2008 reflétant principalement son alignement sur sa tendance de long terme. Son rythme annuel de progression est revenu de 15% au troisième trimestre 2009 à 10,2% au quatrième trimestre, soit des niveaux globalement comparables à ceux observés avant 2007. En janvier, le crédit a connu, en glissement annuel, une légère accélération à 11,6%, reflétant en partie un effet de base.

Les variations à court terme font ressortir de manière plus réelle de telles évolutions, la progression du crédit bancaire, tant d'un trimestre à l'autre qu'en comparaison mensuelle, ayant, dans l'ensemble, connu une décélération.

La croissance du crédit bancaire demeure marquée par l'importance des prêts octroyés aux entreprises, aussi bien en termes de part que de contribution à la croissance. En effet, le dynamisme des crédits à l'équipement se poursuit, favorisé par le bon comportement de l'investissement. Ils ont affiché une hausse annuelle de 26,6% au dernier trimestre 2009 et de 28,3% en janvier 2010, contribuant à hauteur de 5 points de pourcentage à la croissance globale du crédit.

Bien qu'en ralentissement comparativement aux niveaux constatés durant l'année dernière, le rythme annuel de progression des crédits immobiliers demeure relativement soutenu, s'établissant à 12,6% en janvier, après 12,2% et 16,3%, respectivement durant les deux derniers trimestres de l'année 2009. Quant aux facilités de trésorerie, largement dominées par celles accordées aux entreprises, leur encours s'est globalement situé en début 2010 au même niveau qu'au trimestre précédent.

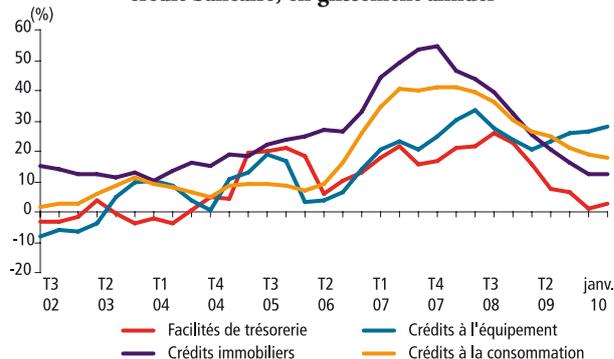
**Graphique 4.12 : Structure des crédits par agent économique**



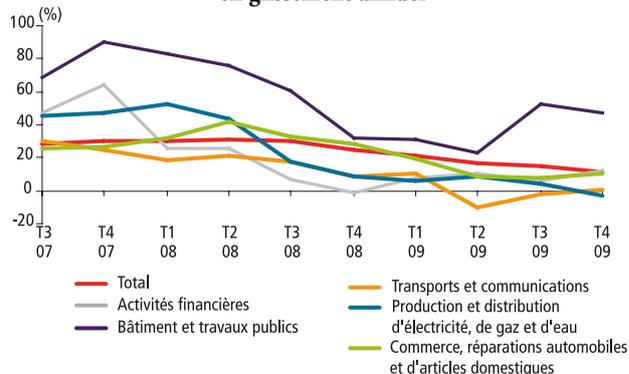
**Tableau 4.3 : Contribution des différentes catégories à la croissance annuelle du crédit bancaire (en point de pourcentage)**

	Glissement annuel en %			Contribution à la croissance		
	T3:09	T4:09	janv.10	T3:09	T4:09	janv.10
Crédit bancaire	14,9	10,2	11,6			
dont :						
Crédits immobiliers	16,3	12,2	12,6	6,0	4,8	3,6
Facilités de trésorerie	6,5	1,2	2,9	2,1	1,8	0,3
Crédits à l'équipement	25,8	26,6	28,3	4,5	4,8	4,9
Crédits à la consommation	21,3	19,1	18,0	1,2	1,0	0,9

**Graphique 4.13 : Croissance des principales catégories du crédit bancaire, en glissement annuel**



**Graphique 4.14 : Evolution des crédits par branche d'activité, en glissement annuel**



Pour leur part, les crédits à la consommation, ont vu leur taux de progression en glissement annuel s'établir à 19,1% et à 18%, respectivement au quatrième trimestre 2009 et en janvier 2010.

### Autres sources de création monétaire

Le léger recul du déficit commercial conjugué à l'atténuation de la baisse des recettes de voyage et des transferts des MRE, ont contribué au redressement des avoirs extérieurs nets au dernier trimestre 2009, leur baisse étant revenue à 5,8% en glissement annuel, au lieu de 9,1% en moyenne durant les trois premiers trimestres de l'année. Toutefois, leur diminution s'est accentuée, en janvier 2010, s'établissant à 8,3%, consécutivement à la cession de la participation de Méditel par Telefonica.

Concernant les créances nettes sur l'Etat, elles ont augmenté en janvier de 7,8% en glissement annuel, après 7,3% le trimestre précédent, sous l'effet principalement de la hausse des souscriptions des banques en bons du Trésor.

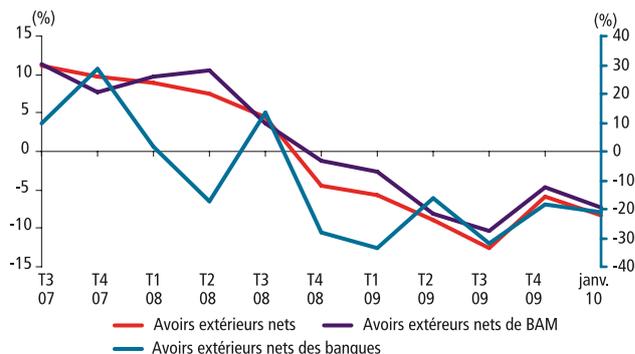
### Placements liquides

Le redressement des agrégats de placements liquides s'est confirmé durant le quatrième trimestre 2009 et en janvier 2010, marquant ainsi des progressions annuelles de 26,8% et de 30,8% respectivement.

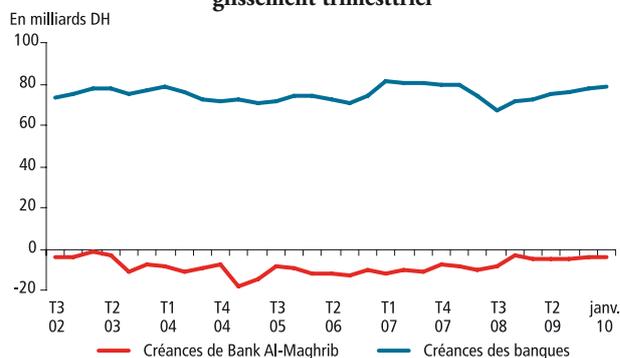
Cette progression a résulté du renforcement des titres des OPCVM monétaires et obligataires. En revanche, les titres des OPCVM actions et diversifiés se sont, de nouveau, inscrits en baisse, quoique à un rythme moins rapide, reflétant l'évolution des cours sur la bourse de Casablanca.

L'accroissement des titres des OPCVM monétaires et obligataires est principalement attribuable à la demande des entreprises non financières. Quant aux titres détenus par les particuliers

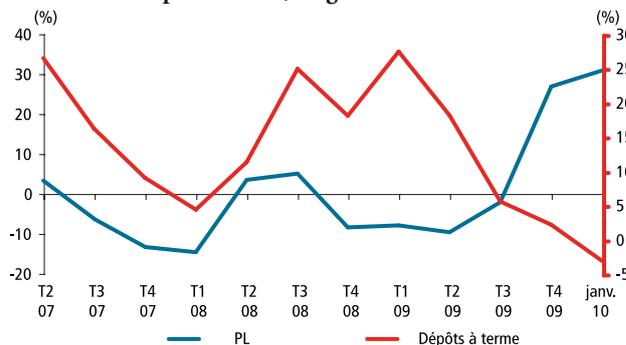
Graphique 4.15 : Croissance des avoirs extérieurs nets, en glissement annuel



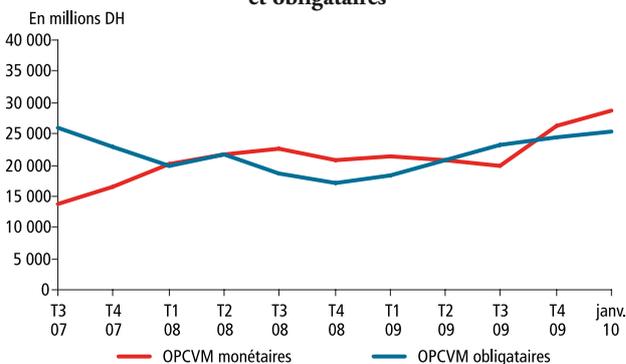
Graphique 4.16 : Encours des créances nettes sur l'Etat, en glissement trimestriel



Graphique 4.17 : Evolution des placements liquides et des dépôts à terme, en glissement annuel



Graphique 4.18 : Evolution des titres des OPCVM monétaires et obligataires



résidents et les marocains résidant à l'étranger, ils sont restés stables tant d'un trimestre à l'autre qu'en comparaison mensuelle.

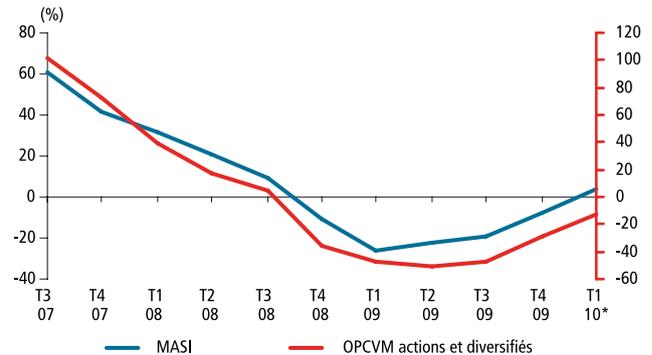
### Taux de change

Reflétant l'évolution des devises sur les marchés internationaux, la monnaie nationale s'est dépréciée de 4,58% en moyenne des deux premiers mois de l'année 2010, par rapport au dollar américain et ce, après plusieurs trimestres d'appréciation. De même, elle s'est échangée contre le yen japonais, la livre sterling et le franc suisse à des niveaux inférieurs à ceux observés en moyenne durant le trimestre précédent, soit respectivement de 3,64%, de 1,89% et de 1,50%. En revanche, le dirham s'est apprécié de 0,97% vis-à-vis de l'euro.

Pour sa part, le taux de change effectif nominal du dirham, calculé à partir des taux de change bilatéraux vis-à-vis des principaux partenaires et concurrents du Maroc, s'est déprécié de 1,56% d'un trimestre à l'autre, selon la méthode de la simple pondération, et de 1,52% d'après celle de la double pondération<sup>1</sup>.

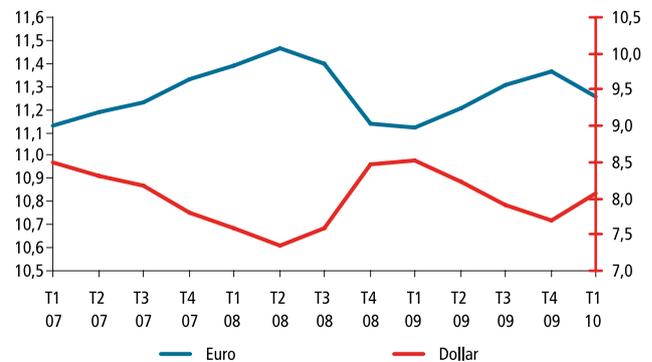
Au cours de la même période, le taux de change effectif réel s'est déprécié respectivement de 2,39% et de 2,34% selon chacune des deux approches, traduisant ainsi l'élargissement du différentiel d'inflation en faveur du Maroc.

Graphique 4.19 : Croissance de PL4 et MASI, en glissement annuel



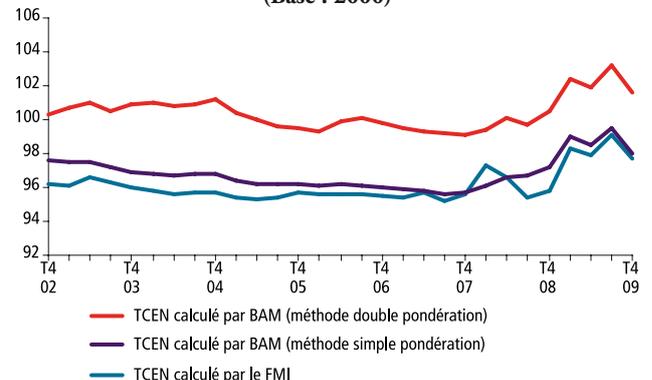
\* L'observation du premier trimestre correspond à la moyenne arithmétique des données des mois de janvier et février.

Graphique 4.20 : Taux de change du dirham\*



\* Le premier trimestre 2010 correspond à la moyenne arithmétique des données des mois de janvier et février.

Graphique 4.21 : Taux de change effectif nominal (Base : 2000)



<sup>1</sup> Cette nouvelle approche tient compte aussi bien du poids des principaux partenaires commerciaux du Maroc que de l'effet de la concurrence étrangère sur ses principaux marchés.

## 4.2 Prix des actifs

### 4.2.1 Actifs immobiliers

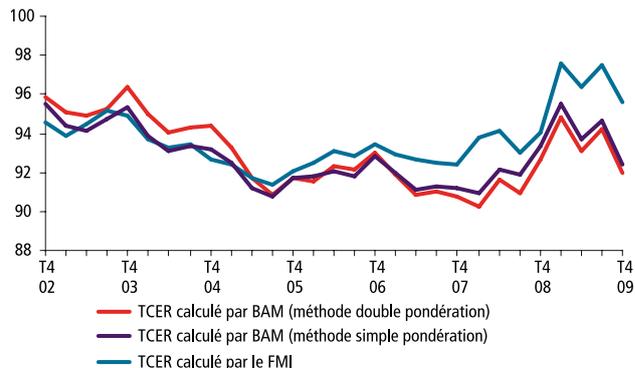
En Europe, notamment en Espagne, en Grande-Bretagne et en France, la baisse des prix des actifs immobiliers, entamée en 2008 et qui n'était pas de la même ampleur, commence à s'atténuer au quatrième trimestre 2009.

Au Maroc, les résultats relatifs à l'indice des prix des biens immobiliers<sup>1</sup> (IPAI) au titre du dernier trimestre 2009, font ressortir la poursuite du redressement des prix des biens immobiliers, entamé un trimestre auparavant. Cette évolution met un terme au cycle baissier des prix immobiliers observé depuis le troisième trimestre 2008. En glissement annuel, l'IPAI a connu une atténuation de la baisse à partir du deuxième trimestre 2009, s'établissant à -0,5% contre -2,8% au trimestre précédent.

Parallèlement, les ventes de biens immobiliers résidentiels immatriculés au niveau de l'ANCFCC ont enregistré, au cours du 4ème trimestre 2009, une baisse de 18,7% sur un an, pour s'établir à 13 653 transactions. Ce repli du nombre de ventes concerne aussi bien les appartements que les maisons et les villas et touche l'ensemble des régions dans des proportions différentes.

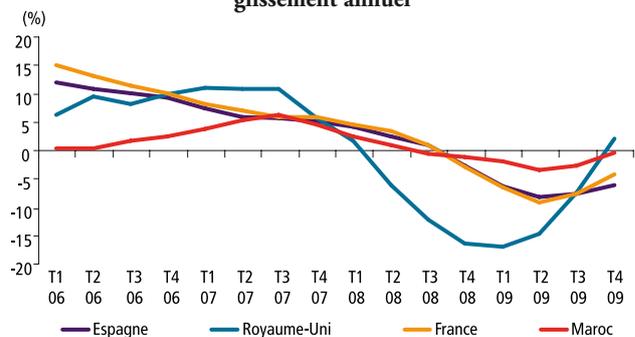
Cette tendance des prix des actifs immobiliers semble corrélée avec celle des crédits à l'habitat (Graphique 4.26) et de l'indice boursier de l'immobilier (Graphique 4.27) sur la même période et qui font ressortir les mêmes points de retournement.

Graphique 4.22 : Taux de change effectif réel (Base : 2000)

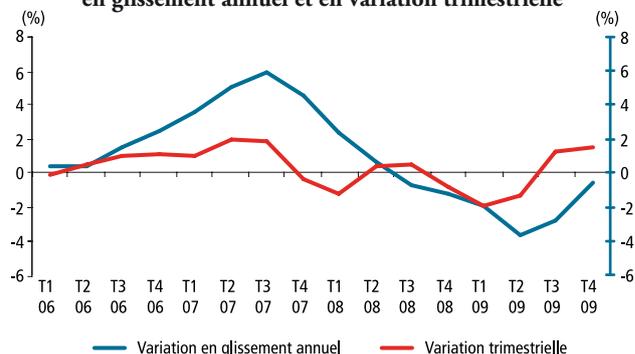


Sources : FMI et calculs BAM

Graphique 4.23 : Indice des prix des actifs immobiliers en Espagne, au Royaume Uni, en France et au Maroc, en glissement annuel



Graphique 4.24 : Indice des prix des actifs immobiliers, en glissement annuel et en variation trimestrielle



1 L'indice des prix des actifs immobiliers (IPAI) qui a été élaboré conjointement par Bank Al-Maghrib et l'Agence Nationale de la Conservation Foncière, du Cadastre et de la Cartographie (ANCFCC), fait l'objet depuis le 15 mars 2010 d'une publication trimestrielle sur les portails des deux institutions. [www.bkam.ma](http://www.bkam.ma) et [www.ancfcc.gov.ma](http://www.ancfcc.gov.ma)

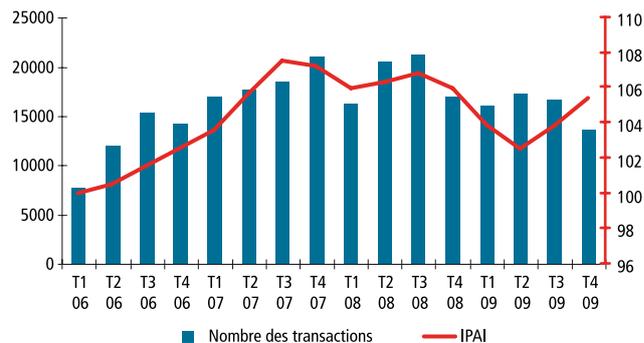
### Encadré 4.2 : Indice des prix des actifs immobiliers au Maroc

L'indice des prix des actifs immobiliers (IPAI), publié pour la première fois au Maroc, a été élaboré conjointement par Bank Al-Maghrib et l'Agence Nationale de la Conservation Foncière, du Cadastre et de la Cartographie (ANCFCC) à partir des données de l'ANCFCC. De périodicité trimestrielle, cet indice, qui a pour base 100 en 2006, est calculé selon la méthode des ventes répétées qui permet de remédier au problème de l'hétérogénéité des biens immobiliers. Cette méthode ne prend en effet en considération que les biens ayant fait l'objet d'au moins deux transactions au cours de la période concernée.

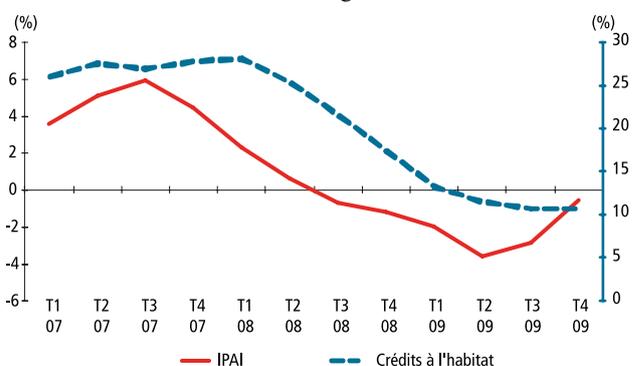
L'IPAI, contribuera à améliorer la qualité et le contenu de l'information économique mise à la disposition du grand public, ainsi que la compréhension de l'impact des fluctuations des prix des actifs immobiliers sur l'inflation, la stabilité financière, et plus généralement les bilans des agents financiers et non financiers.

Cet indice permet de retracer l'évolution des prix des biens immobiliers résidentiels au niveau national, par région et grandes villes pour les trois grandes catégories de logements suivantes : Appartements (local d'habitation situé dans un immeuble collectif et comportant une ou plusieurs pièces), Maisons (local d'habitation individuel, sans jardin, constitué d'un ou plusieurs niveaux) et Villas (local d'habitation individuel avec jardin).

Graphique 4.25 : Indice des prix des actifs immobiliers et nombre des transactions, en glissement annuel



Graphique 4.26 : Indice des prix des actifs immobiliers et crédits à l'habitat\*, en glissement annuel

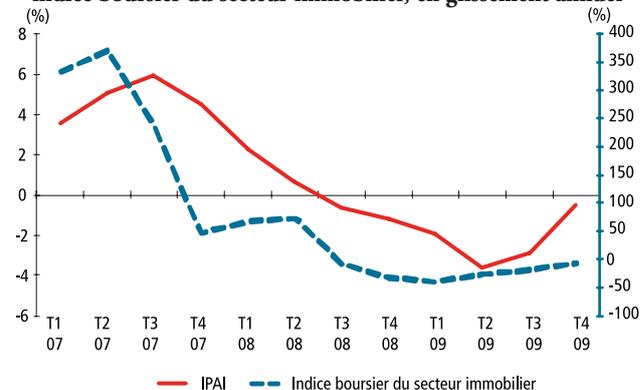


\* Les crédits à l'habitat n'intègrent pas les crédits destinés à la promotion immobilière

### 4.2.2. Cours des actions

Au terme du quatrième trimestre de l'année 2009, l'indice MASI a accusé une baisse de près de 3% par rapport au troisième trimestre, affichant une contre-performance annuelle de près de 5%. En revanche, le début de l'année en cours laisse apparaître une reprise du rythme d'évolution des principaux indicateurs boursiers. En effet, à fin février 2010, l'indice MASI a augmenté de 1,5% comparativement à fin janvier, soit une performance de 6,3% depuis le début de l'année. Pour sa part, l'indice du secteur

Graphique 4.27 : Indice des prix des actifs immobiliers et indice boursier du secteur immobilier, en glissement annuel



\* Données arrêtés à fin février 2010

de l'immobilier s'est inscrit en baisse de 13,1% entre le troisième trimestre et le quatrième trimestre de l'année 2009, affichant en revanche un accroissement de 4,3% en février.

Quant au PER de la place de Casablanca, il a quasiment stagné d'un trimestre à l'autre, chiffré à plus de 15, mais reste toutefois relativement élevé comparativement à d'autres marchés boursiers de pays émergents.

Le volume des transactions a, quant à lui, sensiblement augmenté passant de près de 14 milliards au troisième trimestre 2009 à 50,5 milliards de dirhams au quatrième trimestre, suite aux opérations de revalorisation de portefeuilles effectuées habituellement en fin d'année.

Dans le même temps, la capitalisation boursière a accusé une baisse de 2,5% d'un trimestre à l'autre, s'établissant à près de 509 milliards de dirhams au lieu de 521,7 milliards de dirhams. Toutefois, les données les plus récentes font apparaître une appréciation de la capitalisation boursière, qui a atteint 540,9 milliards de dirhams à l'issue du mois de février.

Au niveau des indices sectoriels, la plupart des secteurs ont enregistré des variations positives au terme des premiers mois de 2010, à l'exception du secteur des boissons et de celui des loisirs et hôtels qui ont connu des diminutions respectives de 5% et de 12,5%. Ainsi, les indices relatifs aux secteurs des mines, des assurances et de la chimie ont affiché les plus importantes hausses avec 29,9%, 13% et 12,5% respectivement, tandis que les autres secteurs ont enregistré des appréciations allant de 2,7% pour le secteur des équipements électriques et électroniques à 9,2% pour celui des télécommunications.

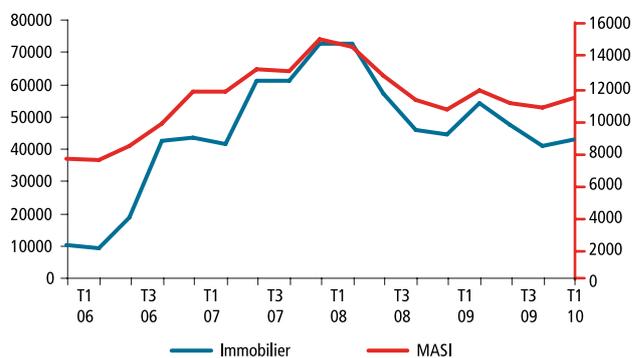
En glissement annuel, les secteurs les plus représentatifs de la bourse, en l'occurrence, les

Tableau 4.4 : Valorisation du marché des actions

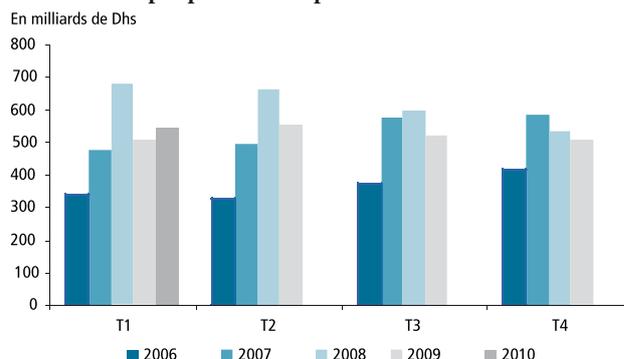
PER *	T1:09	T2 :09	T3 :09	T4:09	T1 :10
Argentine	8,5	8	13,9	17,3	17,7
Brésil	9	9,7	11,1	13,1	16,3
Mexique	11,6	16,6	18,1	20	16,9
<b>Turquie</b>	<b>5,3</b>	<b>8,5</b>	<b>10,8</b>	<b>9,9</b>	<b>10,8</b>
Maroc	14,4	16,4	15,8	15,7	16,4

\* PER : Price Earnings Ratio  
Sources : Datastream et CFG

Graphique 4.28 : Indices boursiers

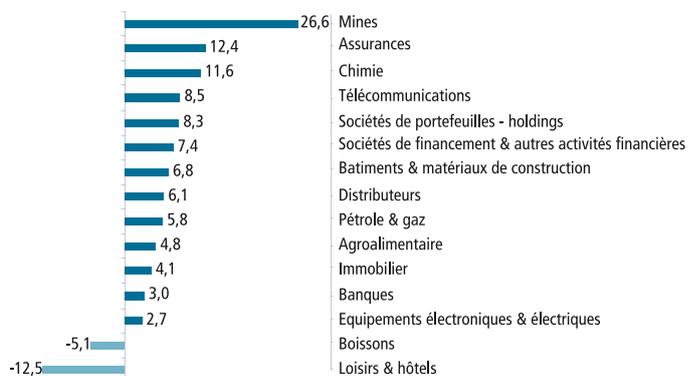


Graphique 4.29 : Capitalisation boursière\*



\* Données arrêtées à fin février 2010

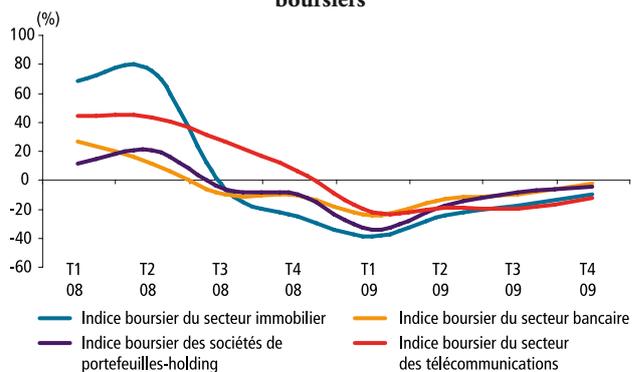
Graphique 4.30 : Evolution des indices sectoriels\*, en glissement trimestriel



\* Données arrêtées à fin février 2010

télécommunications, l'immobilier, les banques et les sociétés de portefeuille holding se sont tous inscrits dans une tendance baissière, entamée depuis la fin du deuxième trimestre 2008, avec toutefois, une nette atténuation. En effet, les contre-performances enregistrées par ces deniers sont revenues de 20%, 18%, 11% et 9% au troisième trimestre 2009 à 10%, 3%, 5% et 13% au quatrième trimestre 2009.

Graphique 4.31 : Evolution des indices des principaux secteurs boursiers



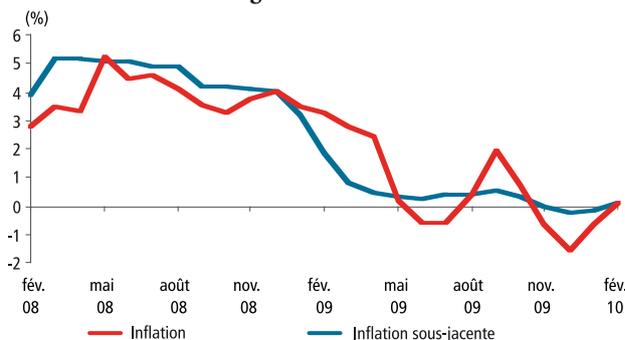
## 5. ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Les prévisions figurant dans le précédent Rapport sur la politique monétaire qui tablaient sur la poursuite de la modération de l'inflation et de l'inflation sous-jacente ont été confirmées par les données du quatrième trimestre de l'année 2009 et du mois de janvier et de février 2010. Le niveau faible de l'inflation reflète essentiellement la poursuite de la baisse des tensions inflationnistes à l'échelle internationale ainsi que la persistance de la modération des pressions émanant de la demande, notamment étrangère. Il s'explique également par un effet de base lié aux niveaux élevés des prix des denrées alimentaires de base en 2008 et au cours du premier trimestre 2009. Dans ce contexte, l'inflation annuelle s'est établie à 0,1% en février après -0,7% en janvier 2010 et -1,6% en décembre 2009. Pour sa part, l'inflation sous-jacente, qui retrace la tendance fondamentale des prix, demeure à des niveaux faibles passant de -0,2% en décembre 2009 et en janvier 2010 à 0,1% en février. L'évolution de l'inflation recouvre une hausse de 0,8% des prix des biens non échangeables et une baisse de 0,8% des prix des biens échangeables. Le caractère modéré des tensions inflationnistes est également confirmé par l'évolution des prix à la production industrielle qui, en dépit du redressement observé récemment parallèlement à celui des cours du pétrole et des matières premières, n'ont enregistré qu'une légère hausse de 0,2% en janvier 2010 après une baisse de 2,7% en décembre 2009.

### 5.1 Evolution de l'inflation

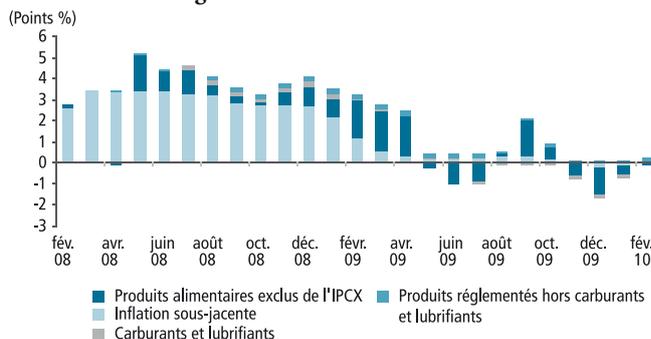
Dans un contexte international marqué par la modération des pressions sur les prix chez nos principaux pays partenaires ainsi que par le niveau élevé des capacités de production inutilisées et, en l'absence de tensions significatives de la demande au niveau national, l'inflation demeure globalement faible. A très court terme, des fluctuations des prix de certains produits frais, ont été à l'origine de la forte volatilité de l'inflation sans pour autant impacter considérablement sa moyenne. Après avoir atteint -1,6% en décembre 2009 et -0,7% en janvier 2010, l'inflation, mesurée par la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation, est redevenue positive, s'établissant à 0,1% en février 2010. Cette évolution qui fait suite à trois mois de variation négative reflète, d'une part, la stagnation des prix des produits alimentaires frais qui étaient en baisse le mois précédent et, d'autre part, la décélération du rythme de régression des prix des produits alimentaires de base. En effet, les produits frais qui constituent 18,5% du panier de l'indice général, ont eu une incidence neutre sur l'inflation globale en février, alors qu'ils avaient contribué de 0,3 point à sa baisse le

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



Sources : HCP et calculs BAM

Graphique 5.2 : Contributions des principales composantes au glissement annuel de l'inflation



Sources : HCP et calculs BAM

mois précédent, tandis que la contribution des produits alimentaires de base, qui représentent 14,2% du panier de l'IPC, s'est limitée à -0,5 point, contre -0,7 point de pourcentage en janvier. Les tarifs des carburants et lubrifiants, ont connu une décre de 1,2%, moins marquée que celle de 6,1% observée en janvier, en raison de l'effet de baselièà labaisse des prix à la pompe en février 2009.

Malgré le redressement des cours du pétrole, le niveau modéré des prix de cette rubrique s'explique par le gel du mécanisme d'indexation qui isole le marché national des fluctuations observées à l'international et réoriente l'impact des variations du prix du pétrole vers le budget de l'Etat, à travers la Caisse de compensation (Encadré 3.1).

L'inflation sous-jacente, qui retrace l'évolution fondamentale des prix, s'est établie à 0,1% en février, alors qu'elle était négative en décembre 2009 et en janvier 2010. En conséquence, l'écart en valeur absolue entre l'inflation globale et l'inflation sous-jacente qui était de l'ordre de 1,3 point en décembre, s'est sensiblement contracté en janvier pour s'annuler en février en raison de l'atténuation considérable de la variation négative des prix des produits alimentaires frais. L'évolution de l'inflation résulte également de la régression moins importante des prix au niveau des sections «produits à base de céréales» et «céréales non transformés» de 1,6% et de 9,0% respectivement. S'agissant de l'indice des prix des produits non alimentaires, il a affiché un rythme d'accroissement de 1,0%, légèrement plus élevé que celui de 0,8% observé en janvier. Si les prix de certaines divisions ont évolué à des rythmes comparables à ceux du mois précédent, ceux du «transport» et du «restaurants et hôtels» ont vu leur hausse s'accélérer pour s'établir respectivement à 0,7% et à 2,7%.

## 5.2 Biens et services

La répartition en biens et services laisse indiquer que la légère hausse des prix en février 2010 traduit l'atténuation de la baisse de l'inflation des

Tableau 5.1 : Inflation et ses composantes

	Variation mensuelle (%)			Glissement annuel (%)		
	Déc. 09	Janv. 09	Fév. 10	Déc. 09	Janv. 09	Fév. 10
<b>Inflation globale</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,9</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,1</b>
dont:						
- Produits alimentaires exclus de l'inflation sous-jacente	-3,0	2,3	7,7	-9,9	-3,8	-0,8
- Carburants et lubrifiants	0,0	0,0	0,0	-6,1	-6,1	-1,2
- Produits réglementés hors carburants et lubrifiants	0,0	-0,1	0,0	0,7	0,5	0,5
<b>Inflation Sous-jacente</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>
dont :						
- Produits alimentaires	-0,3	-0,6	-0,5	-2,0	-1,9	-1,6
- Articles d'habillement et chaussures	0,1	0,2	0,0	0,8	0,7	0,7
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles*	0,0	0,0	0,0	1,2	1,0	1,1
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	-0,1	0,5	0,0	0,6	0,9	0,8
- Santé*	0,2	0,1	0,2	0,7	0,8	1,0
- Transport*	0,0	0,0	0,3	0,9	0,8	1,3
- Communication	0,0	0,0	0,0	-4,1	-1,8	-1,8
- Loisirs et cultures	-0,3	0,0	0,1	-0,6	-0,6	-0,4
- Enseignement	0,0	0,0	0,0	3,8	3,8	3,8
- Restaurants et hôtels	0,1	0,1	0,2	2,5	2,3	2,7
- Biens et services divers	0,2	0,2	0,2	1,9	1,7	1,8

\* hors produits réglementés

Sources : HCP et calculs BAM

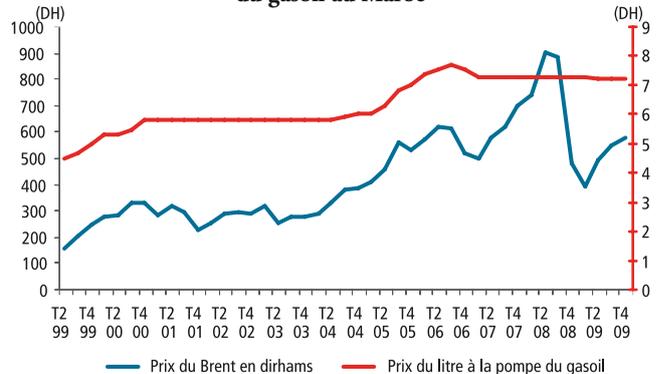
Tableau 5.2 : Prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur

Produits (Dh/Litre)	Déc. 09	Fév. 09	Avr. 09	Juil. 09	Oct. 09	Janv. 10
Super carburant	11,25	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
Fuel industriel (Dh/Tonne)	3374	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

Graphique 5.3 : Cours mondial du pétrole et prix à la pompe du gasoil au Maroc



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

biens en glissement annuel. Les prix des services n'ont que faiblement accéléré par rapport au mois précédent. En effet, l'inflation des biens transformés est passée de -1,2% en janvier à -0,7% en février, recouvrant une accélération des prix des voitures automobiles et des combustibles solides, ainsi qu'une atténuation du recul des prix des produits à base de céréales et des huiles.

S'agissant des biens non transformés, leur dynamique demeure fortement liée à celle des produits frais, revenus aux niveaux observés un an auparavant après les baisses accusées durant les trois derniers mois.

En effet, les difficultés d'approvisionnement des marchés en produits frais, principalement les légumes et les fruits, ont exercé une pression ponctuelle à la hausse sur les prix de ces denrées. Au total, ces deux catégories de biens ont contribué négativement à l'inflation à hauteur de 0,4 point de pourcentage.

Pour leur part, les prix des carburants et les lubrifiants, avec une baisse limitée à 1,2%, au lieu de 6,1% le mois précédent, n'ont pas eu d'impact significatif sur l'évolution de l'inflation.

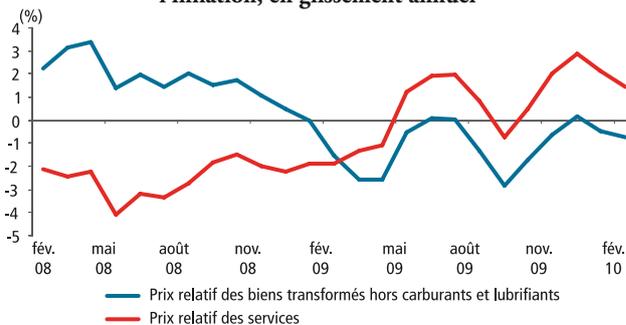
En revanche, l'inflation des services a atteint 1,5% en février au lieu de 1,4% en janvier. Ce mouvement traduit essentiellement l'accélération des prix au niveau de la section «Restaurant, café et établissement similaires».

En termes relatifs, il ressort que l'écart positif observé entre les prix des services et ceux des biens transformés à partir du début 2009 reflète, d'une part, l'incidence de la hausse du salaire minimum et du loyer sur l'inflation et, d'autre part, l'impact négatif de la baisse annuelle des prix des produits alimentaires de base (Graphique 5.4).

### 5.3. Biens échangeables et Biens non échangeables

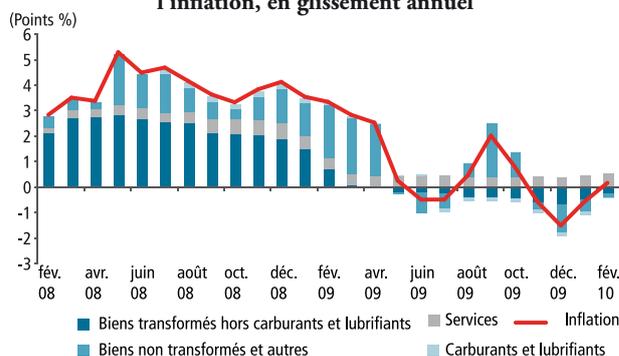
La modération des pressions inflationnistes est également perceptible à l'examen de la ventilation de l'IPC en indices des prix des produits échangeables et non échangeables.

**Graphique 5.4 : Prix relatifs des biens transformés hors carburants et lubrifiants et des services par rapport à l'inflation, en glissement annuel\***



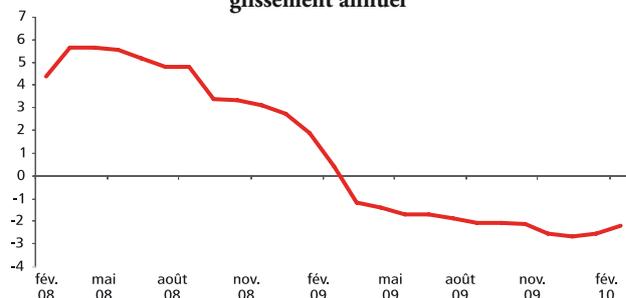
(\*) Ecart entre les taux d'inflation des biens transformés hors carburants et lubrifiants et des services et le taux d'inflation global  
Sources : HCP et calculs BAM

**Graphique 5.5 : Contributions des prix des biens et services à l'inflation, en glissement annuel**



Sources : HCP et calculs BAM

**Graphique 5.6 : Ecart des taux d'inflation entre biens transformés hors carburants et lubrifiants et services, en glissement annuel\***



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

Sources : HCP et calculs BAM

**Tableau 5.3 : Indices des prix des biens et services**

	Evolution en variation mensuelle (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	Déc. 09	Janv. 09	Fév. 10	Déc. 09	Janv. 09	Fév. 10
Biens transformés*	-0,1	-0,2	-0,1	-1,5	-1,2	-0,7
Biens non transformés et autres	-1,9	1,0	4,2	-5,0	-2,0	-0,7
Services	0,0	0,1	0,1	1,2	1,4	1,5
Carburants et lubrifiants	0,0	0,0	0,0	-6,1	-6,1	-1,2

\* hors carburants et lubrifiants

Sources : HCP et calculs BAM

### Encadré 5.1 : Nouvel Indice des prix à la consommation

Le Haut Commissariat au Plan (HCP) a rendu public en décembre 2009 le nouvel Indice des Prix à la Consommation (IPC) en remplacement de l'Indice du Coût de la Vie (ICV). A la lumière des nouvelles données, BAM a procédé à l'actualisation de ses instruments d'analyse et de prévision en vue d'assurer un meilleur suivi conjoncturel de l'inflation. L'adoption de l'IPC (base 100 en 2006) à la place de l'ICV (base 100 en 1989) présente certaines caractéristiques nouvelles ayant trait à la population cible, à la couverture géographique, à la structure des pondérations, ainsi qu'à la méthode de calcul et au panier de produits.

**Population cible :** le nouvel indice prend en considération l'ensemble de la population urbaine et ce, contrairement à l'ancien indice qui se limite à une population urbaine dite de « condition de vie moyenne ». L'élargissement de la population de référence permettra d'étendre le calcul de l'IPC à l'ensemble des catégories socio-économiques.

**Couverture géographique :** l'IPC couvre un champ géographique plus large, soit 17 villes au lieu de 11 auparavant que sont : Agadir, Casablanca, Fès, Kenitra, Marrakech, Oujda, Rabat, Tétouan, Meknès, Tanger, Laâyoune, Al Hoceima, Settat, Béni Mellal, Safi, Guelmim et Dakhla.

**Pondérations de l'indice :** les pondérations de l'IPC sont basées sur les données de l'enquête nationale sur la consommation et les dépenses des ménages de 2001 qui ont été actualisées en 2007 par les données de l'enquête sur les revenus et le niveau de vie des ménages.

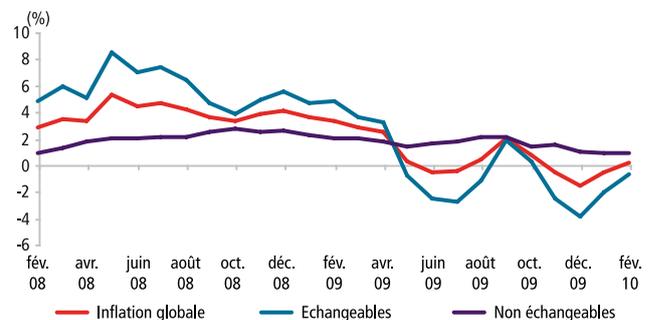
**Méthode de calcul :** la méthode de calcul retenue est celle de Laspeyres en chaîne qui permet de calculer les indices des prix dans chacune des 17 villes à tous les niveaux de la nomenclature, avant de procéder à une agrégation permettant d'obtenir un indice de prix national. A la différence de l'ICV où l'ensemble des villes du royaume avaient la même structure de pondération, l'IPC propose une structure de pondération différente pour chaque ville.

**Nouveaux produits :** une centaine de nouveaux biens et services, qui représentent 6,5% de l'indice général, ont été intégrés dans le nouveau panier afin de mieux tenir compte de l'évolution des habitudes de consommation de la population cible (ex : téléphone portable, frais de scolarité supérieur, etc.).

La nomenclature adoptée répartit les dépenses des ménages en 12 divisions, 41 groupes, 88 classes, 112 sections, 478 produits et 1067 variétés. Ce nouveau système de classification des biens et services est inspiré de celui de la Commission de Statistique des Nations-Unies.

En effet, cette ventilation montre une atténuation de la baisse des prix des produits échangeables, revenue de -2,1% en janvier à -0,8% en février. En revanche, l'inflation des non échangeables a évolué au même taux de 0,8%. Les chocs temporaires récents, aussi bien internes qu'externes, ont influencé de manière notable les prix des produits échangeables. Il s'agit d'une part, des conditions climatiques qui ont impacté les prix de certains produits alimentaires frais et, d'autre part, de la diffusion retardée de la tendance baissière des prix à la consommation chez nos principaux partenaires.

**Graphique 5.7 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables, en glissement annuel**



Sources : HCP et calculs BAM

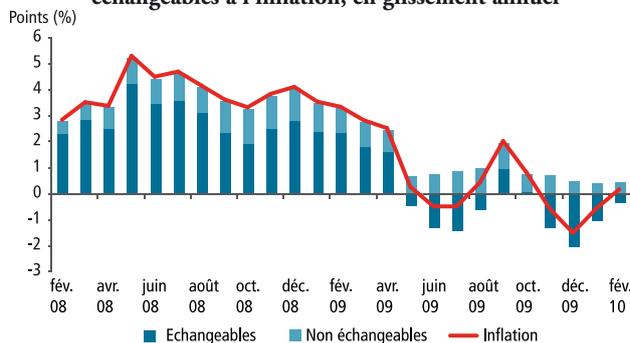
Du côté des produits non échangeables, si les prix des viandes fraîches, du loyer et de l'enseignement préélémentaire ont connu une stagnation d'une année à l'autre, ceux des services de la restauration ont vu leur rythme de progression augmenter tandis que les prix des volailles ont connu une baisse plus accentuée. Il y a lieu de noter que les effets de base négatifs liés à la dissipation de l'incidence du renchérissement, à l'international, de certains produits alimentaires en 2008, conjugués à la baisse des prix de certains produits frais ont considérablement contribué à la variation annuelle négative de l'indice des prix des produits échangeables au cours des mois de novembre, décembre 2009 et janvier 2010 (Graphique 5.8).

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

	Evolution en variation mensuelle (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	Déc. 09	Janv. 09	Fév. 10	Déc. 09	Janv. 09	Fév. 10
Biens échangeables	-0,5	0,5	1,8	-3,9	-2,1	-0,8
Biens non échangeables	-0,4	-0,2	0,0	1,0	0,8	0,8

Sources : HCP et calculs de BAM

**Graphique 5.8 : Contribution des échangeables et des non échangeables à l'inflation, en glissement annuel**



Sources : HCP et calculs BAM

### Encadré 5.2 : Evolution de l'inflation en 2009

Après un pic à 3,7% en 2008, l'inflation, mesurée par le taux de variation de l'IPC, est revenue à 1% en 2009, en deçà de la moyenne de 1,9% observée sur la période 1997-2008. Si les fluctuations des prix des produits alimentaires frais ont été la cause principale de la volatilité infra-annuelle, le caractère modéré de l'inflation sur l'ensemble de l'année s'explique principalement par la baisse des prix des produits énergétiques et alimentaires de base au niveau international, qui a ramené l'inflation sous-jacente de 4,5% en 2008 à 0,7% en 2009.

La ventilation de l'IPC en produits échangeables et non échangeables confirme l'importance des évolutions des cours mondiaux des matières premières comme facteur d'ajustement à la baisse de l'inflation en 2009, puisque le recul a concerné principalement l'inflation des échangeables qui s'est établie à 0,3% au lieu de 5,6%. Elle montre toutefois que le reflux des tensions provenant de la demande et l'augmentation des capacités de production inutilisées qui en a résulté ont également joué un rôle prépondérant dans la modération de l'inflation, les prix des biens non échangeables ayant augmenté de 1,7% en 2009 au lieu de 1,9% en 2008.

Par secteur, les prix des produits alimentaires de base se sont inscrits en baisse continue après les niveaux exceptionnels atteints en 2008, pour terminer l'année sur une baisse moyenne de 3,4% au lieu d'une hausse de 14,3% une année auparavant. A l'inverse, les prix des produits alimentaires frais ont été très volatils et ont enregistré une progression de 4,2%, après celle de 3,1% en 2008. Cette accélération de l'inflation des produits frais recouvre toutefois des évolutions divergentes de ses composantes. En effet, si les prix des viandes et des légumes ont vu leur prix augmenter d'une année à l'autre, ceux des poissons et des fruits ont connu des variations négatives. Le maintien des prix des viandes, qui représentent 10,7% de l'IPC, à des niveaux élevés en 2009, tient principalement à l'impact de la bonne année agricole qui a poussé les éleveurs à garder leur bétail en raison de l'abondance de l'offre et du bas prix des aliments composés.

Pour sa part, la variation des tarifs de la section « carburants et lubrifiants pour véhicules de tourisme » a connu un renversement de tendance entre 2008 et 2009, passant de 4,2% à -1,6%, en raison de l'effet de base lié à la hausse observée en juillet 2008 et de l'impact de la nouvelle structure tarifaire des prix à la pompe entrée en vigueur en février 2009, qui a engendré une baisse du prix moyen global des carburants. Quant à l'indice des prix des produits non alimentaires hors carburants et lubrifiants, il a affiché un rythme d'accroissement modéré, soit 1,0% en 2009 au lieu de 1,1% en 2008 contribuant ainsi à hauteur de 0,6 point de pourcentage à l'inflation globale.

### Evolution annuelle des principales composantes de l'inflation

	Poids en %	Variation annuelle en %	
		2008	2009
Indice des Prix à la Consommation	100	3,7	1,0
Inflation sous-jacente	67,1	4,5	0,7
Produits exclus de l'inflation sous-jacente	32,9	2,3	1,6
Dont			
Carburants et lubrifiants	2,4	4,2	-1,6
Réglementés hors carburants et lubrifiants	18,4	0,6	0,9
Produits alimentaires frais	10,3	3,1	4,9
Produits alimentaires de base	1,5	12,2	-8,4
Autres produits alimentaires exclus	0,2	11,9	7,3

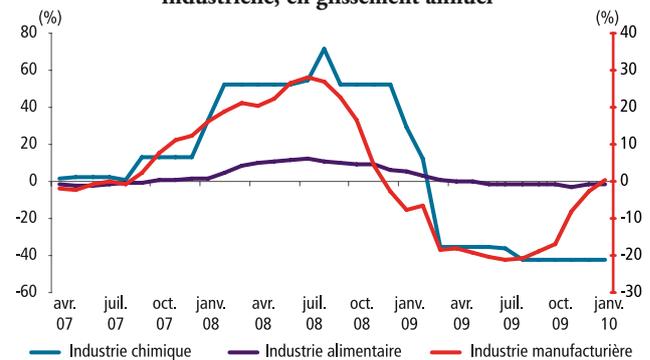
Sources : HCP et calculs de BAM

## 5.4 Indice des prix à la production industrielle

L'indice des prix à la production industrielle a enregistré une variation annuelle de 0,2% en janvier après avoir accusé une baisse de -2,7% en décembre revenant ainsi à son niveau un an auparavant, et marquant, en conséquence, la fin du mouvement de correction baissier après les niveaux atteints en juillet 2008. L'évolution de l'indice de référence reflète principalement la hausse annuelle des prix de la branche cokéfaction et raffinage, de l'ordre de 61% en janvier, après 37,5% en décembre, qui a plus que compensé les baisses des prix des autres branches. Ces dernières ont contribué conjointement à la baisse de l'indice général à hauteur de 9,9 points.

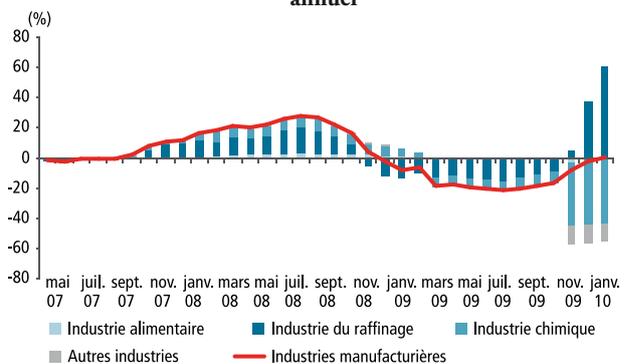
Hors raffinage et cokéfaction, les prix à la production des industries manufacturières ont régressé de 11,8 % en janvier au lieu de 11,9% un mois auparavant. Cette baisse est imputable

Graphique 5.9 : Evolution des indices des prix à la production industrielle, en glissement annuel



Sources : HCP et calculs BAM

Graphique 5.10 : Contributions des principales rubriques à l'indice des prix à la production manufacturière, en glissement annuel



Sources : HCP et calculs de BAM

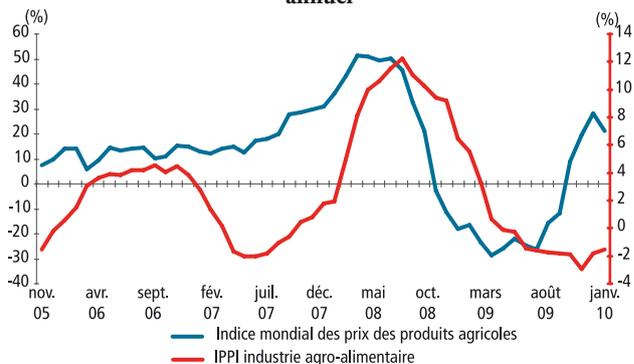
principalement à la branche de l'industrie chimique qui a gardé le même rythme annuel depuis août 2009, à savoir -42,3%. Ce recul est le résultat d'une baisse ponctuelle de cet indice en mars 2009, elle même due à l'allègement des coûts de production des industries chimiques, en liaison avec l'effondrement des coûts internationaux des produits pétroliers. La contribution de la branche « industrie chimique » à la baisse de l'indice général est évaluée à 9 points de pourcentage. Parallèlement, les coûts de production dans les branches « métallurgie » et « travail des métaux » ont connu un repli en janvier de 11,6% et de 6,2% respectivement, après avoir enregistré en décembre une baisse de 11,7% et de 8,2%. Pour leur part, les coûts de production de l'industrie alimentaire ont diminué de 1,5%, et ce malgré le redressement des cours mondiaux des produits alimentaires (Graphique 5.12). Reflétant ces évolutions, les résultats de l'enquête de conjoncture de BAM du mois de janvier relatifs aux appréciations des chefs d'entreprises révèlent une hausse des prix des produits finis au niveau global qui recouvre, toutefois, une baisse des prix dans les industries mécaniques et métallurgiques et une stagnation dans les industries agroalimentaires et les industries du textile et du cuir.

**Graphique 5.11 : Indice de l'industrie de raffinage et prix du Brent, en glissement annuel**



Sources : FMI, HCP et calculs BAM

**Graphique 5.12 : Evolution des prix des produits alimentaires au Maroc et sur les marchés internationaux, en glissement annuel**



Sources : Banque mondiale, HCP et calculs 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 non matérialisation des principaux facteurs de risque identifiés, l'évolution de l'inflation à l'horizon des six prochains trimestres reste en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, avec une prévision moyenne de l'ordre de 1,4%. En comparaison avec le RPM du mois de décembre, cette prévision a été revue à la baisse (de 1,9% à 1,4%). Au cours de l'année 2010, l'inflation devrait se situer autour de 1,0%, un niveau significativement inférieur à celui communiqué dans le cadre du dernier Rapport sur la Politique Monétaire (2,0%). La balance des risques pour le présent exercice de prévision est légèrement orientée à la hausse du fait d'incertitudes entourant l'évolution future de la campagne agricole 2009-2010, mais également à cause d'un renchérissement des prix plus soutenu qu'anticipé chez nos pays partenaires.*

---

### 6.1 Hypothèses du scénario de base

#### 6.1.1 Environnement international

L'économie mondiale a renoué avec la croissance, et le rebond de l'activité enregistré lors du second semestre de l'année 2009 laisse entrevoir un redressement plus rapide que prévu. La reprise résulte principalement des interventions sans précédents des autorités publiques dans l'ensemble des pays avancés, ainsi que dans certains pays émergents. Composées de vastes plans de relance budgétaire, de politiques monétaires expansionnistes et de mesures de soutien aux secteurs financiers, ces interventions ont permis de rétablir la confiance dans les secteurs réels et financiers. Ce redressement généralisé a également bénéficié de la dynamique impulsée par les économies émergentes asiatiques et de la reprise du commerce mondial, ainsi que des effets de l'inversement du cycle des stocks dans les pays avancés. Il est cependant à noter que la reprise est d'ampleur inégale selon les régions, et qu'elle demeure modérée dans les économies avancées. Ainsi, l'économie américaine a enregistré un taux de croissance de 1% durant le second semestre de l'année 2009, et la Zone euro un taux plus faible de 0,3%.

Les perspectives pour les trimestres à venir semblent également plus favorables, et les prévisions de nombre d'institutions financières internationales ont été revues à la hausse. Pour l'année 2010, le Fonds Monétaire International anticipe désormais des taux de croissance de 1% pour la zone Euro et de 2,7% pour les Etats-Unis, alors qu'il tablait sur des taux respectifs de 0,3% et de 1,5% lors de l'exercice de prévision d'octobre 2009. Pour l'année 2011, les prévisions de cette institution n'ont pas fait l'objet d'ajustements majeurs, et les taux de croissance anticipés sont de 1,6% pour la zone Euro et de 2,4% pour l'économie américaine.

La reprise serait donc lente dans les économies avancées, qui connaîtraient des performances variables en fonction de la nature et de l'ampleur des chocs subis, avec des rythmes de croissance nettement en deçà de ceux enregistrés avant la crise. En effet, il semblerait que le redressement observé durant le second semestre de l'année 2009 soit principalement lié à des dynamiques temporaires, dont les effets devraient s'estomper à mesure que les actions publiques perdraient de leur vigueur et que s'inverseraient les cycles des stocks. Ainsi, en l'absence de perspectives

de hausse significative de l'investissement, et en présence d'un taux de chômage qui a atteint 10% de la population active en décembre 2009 et qui continuerait de s'aggraver sur l'année 2010, la reprise dans la zone Euro serait modeste, en dépit des effets positifs attendus de la reprise du commerce mondial. Ces évolutions, combinées à la persistance de dysfonctionnements dans les systèmes financiers, et notamment bancaires, impliquent que d'éventuels rebonds de la demande privée et de la consommation ne sont pas escomptés à court terme. Dans ce contexte, la reprise attendue dans la Zone euro serait impulsée par les économies française et allemande qui devraient enregistrer, selon le FMI, des taux de croissance respectifs de 1,4% et 1,5% durant l'année 2010. En revanche, l'évolution de l'Espagne reste préoccupante, et l'année 2010 devrait s'y solder par une nouvelle contraction de l'activité de 0,6%, après celle de 3,6% enregistrée en 2009. Ce n'est qu'en 2011 que ce pays renouerait avec une croissance modeste de 0,9%.

Les incertitudes pesant sur ces perspectives demeurent très importantes, mais globalement équilibrées. Les risques à la hausse sont liés à la fin de la crise de confiance et à la réduction de l'incertitude, et de leurs effets positifs sur les marchés financiers, les flux de capitaux et les échanges commerciaux. On pourrait également assister à un redressement plus vigoureux que prévu de la demande privée, découlant de la reprise des échanges mondiaux ou des effets du retournement du cycle des stocks en Europe. Un risque important à la baisse est que cette reprise en demi-teinte ne s'enlise à court terme. Plusieurs facteurs pourraient en être à l'origine, et seraient de nature à freiner les dépenses des ménages (systèmes financiers et bancaires encore fragiles, des marchés immobiliers affaiblis, chômage élevé), à augmenter les coûts d'emprunts (détérioration de la situation budgétaire de certains pays), ou encore à accroître

les coûts de production (renchérissement des matières premières). Un second risque important est celui de l'abandon prématuré et désordonné des interventions publiques, dans un contexte de reprise fragile marqué par un niveau de demande privée insuffisant à relayer les effets des politiques de soutien.

Sur la base de ces évolutions, nous retenons comme scénario central dans le présent Rapport des taux de croissance des principaux pays partenaires (Allemagne, Espagne, France et Italie) de l'ordre de 1% en 2010 et de 1,5% en 2011. Ces hypothèses constituent un léger ajustement à la hausse par rapport à celles que nous avons retenues à l'occasion du précédent RPM, et qui étaient de 0,7% en 2010 et de 1,4% en 2011. 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.

La lente reprise que connaît la zone Euro s'accompagne d'une inflation très modérée, faisant suite à un taux moyen de 0,3% enregistré en 2009, année marquée par des épisodes d'inflation négative. Cette légère tendance à la hausse devrait perdurer en 2010, malgré un contexte de faibles taux d'utilisation des capacités productives et de ralentissement de la progression des coûts de la main d'oeuvre. En conséquence, la Banque centrale européenne prévoit des taux d'inflation pour la zone Euro de 1,2% en 2010 et de 1,5% en 2011. Les incertitudes entourant ces prévisions restent globalement équilibrées, et les pressions potentielles qui émaneraient des hausses anticipées des prix des matières premières pourraient être annulées par les effets baissiers d'une reprise de l'activité plus faible que prévue.

Dans ces conditions, la BCE ne devrait pas opérer d'ajustements majeurs de son taux directeur

à court terme, établi aujourd'hui à 1%, ce qui correspondrait à un taux Euribor de 1,02% pour le premier semestre de l'année en cours. Selon le scénario que nous retenons, ce taux augmenterait progressivement pour s'établir à 1,23% au second semestre de l'année 2010 et à 1,47% pour le premier semestre de l'année 2011.

Enfin, les perspectives économiques mondiales faisant état d'une activité en phase ascendante, le renchérissement déjà constaté des prix des produits de base devrait se poursuivre. En conséquence, nous anticipons un léger accroissement des pressions émanant des prix à l'import, et les indicateurs correspondants inclus dans les modèles de prévisions de Bank Al-Maghrib ont été revus à la hausse.

### 6.1.2 Environnement national

Comparativement au précédent Rapport sur la Politique Monétaire, les perspectives de croissance de l'économie nationale pour l'année 2010 se sont améliorées. Ce changement intervient en raison de la reprise des activités non agricoles consécutive à la relance de la demande étrangère adressée au Maroc, et de l'amélioration des conditions climatiques qui a entraîné une révision à la hausse de la valeur ajoutée agricole.

En dépit du retard pluviométrique ayant caractérisé l'actuelle campagne agricole et du recul des surfaces semées qui s'en est suivi, le retour des précipitations, constaté à partir de la mi-décembre, a entraîné une révision à la hausse de la production céréalière attendue. Nos modèles de prévisions (Encadré 1.1) montrent que la prochaine récolte céréalière devrait s'établir à 68 millions de quintaux, soit un niveau supérieur à notre précédente prévision (60 millions de quintaux), mais qui

demeure inférieure à celui de la campagne précédente (102 millions de quintaux). L'activité non agricole devrait aussi enregistrer une croissance plus favorable que celle entrevue précédemment. Deux principaux facteurs y contribueront ; d'une part, la relance, quoiqu'encore modérée de la demande étrangère adressée au Maroc, et d'autre part, l'amélioration de la demande intérieure. Celle-ci bénéficierait de l'augmentation des dépenses d'investissement public prévues dans l'actuelle Loi de Finances et des retombées positives de la campagne agricole qui continueront à soutenir la consommation des ménages et, en particulier, celle des ménages ruraux. Dans ces conditions, la croissance hors agriculture anticipée pour 2010 devrait être supérieure à celle de 2009. Toutefois, elle demeurera inférieure à la tendance observée ces dernières années.

Par conséquent, la valeur ajoutée globale de l'économie nationale devrait s'accroître à un taux situé entre 3% et 4% en 2010. Cependant, cette reprise restera tributaire du rythme de la relance chez nos principaux partenaires commerciaux, et sur lequel pèse encore de fortes incertitudes comme en a fait état la première partie de ce chapitre.

Les dernières données relatives au marché du travail indiquent que le taux de chômage s'est établi à 9% au quatrième trimestre 2009 contre 9,5% une année auparavant. Cette amélioration est observée aussi bien dans le milieu rural qu'urbain. Selon notre enquête de conjoncture du mois de décembre 2009, les industriels marocains prévoyaient pour le premier trimestre (premier trimestre de 2010) une quasi-stabilité des effectifs employés. Cependant et en lien avec les perspectives plus positives de l'économie nationale, il est probable que le chômage continuera à baisser. Néanmoins, eu égard aux hausses de salaires enregistrées en

2009 (Chapitre 2) et à l'évolution modérée de l'inflation (Chapitre 5), ces développements ne devraient pas peser sur l'évolution des salaires. Ainsi, nous n'anticipons aucune réévaluation du SMIG dans le cadre du scénario central sur les six trimestres de notre horizon de prévision. La reprise graduelle de la croissance mondiale devrait impacter la demande des hydrocarbures. Les prévisions actuelles du prix du baril de pétrole se situent entre 76 et 81 dollars en 2010 et entre 76 et 85 dollars pour 2011 (Chapitre 3). Ces prévisions indiquent que le système de compensation restera soutenable étant donné les charges programmées dans l'actuelle Loi de Finances sur la base d'un scénario de 75 dollars le baril. Dans ces conditions, une stagnation du prix du gasoil à la pompe à 7,15 DH le litre est retenue dans le scénario central.

L'amélioration des perspectives du marché du travail et la reprise des activités non agricoles pourront entraîner dans les prochains trimestres une tendance à la hausse de l'inflation. Toutefois, celle-ci se situe aujourd'hui à un niveau très faible eu égard au taux d'utilisation des capacités productives qui est déjà revenu à sa moyenne historique de 72%, selon l'enquête de conjoncture de Janvier 2010.

En revanche, les résultats de cette même enquête indiquent que le pourcentage des chefs d'entreprises qui prévoient une stagnation de l'inflation pour les trois prochains mois demeure élevé.

## 6.2 Prévision d'inflation et balance des risques

Compte tenu du changement de l'indice du coût de la vie opéré par le Haut Commissariat au Plan, les prévisions d'inflation communiquées dans le cadre des Rapports sur la Politique

Monétaire seront dorénavant calculées sur la base de la nouvelle série raccordée de l'indice des prix à la consommation.

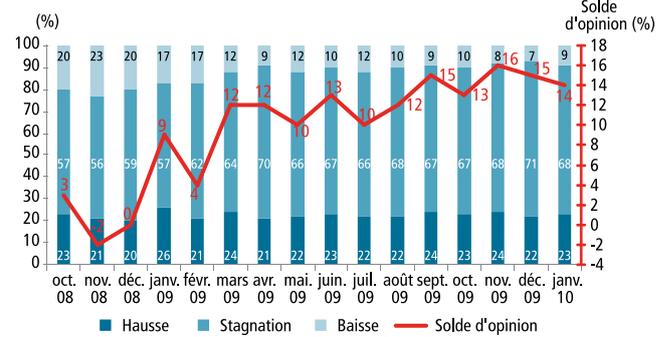
Dans l'hypothèse de non matérialisation des principaux risques, la prévision centrale à l'horizon des six prochains trimestres serait de l'ordre de 1,4%. Ce niveau reste en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. En comparaison avec la prévision présentée dans le RPM de l'exercice précédent, la prévision d'inflation pour l'année 2010 a été significativement revue à la baisse passant de 2,0% à 1,0%, soit un niveau identique à celui enregistré en 2009. Concernant les prévisions trimestrielles, l'inflation sur les quatre trimestres de l'année 2010 risque de s'accroître progressivement passant de -0,3% (1,2% pour le RPM de décembre 2009) au premier trimestre à 1,0% (2,0% précédemment) au deuxième trimestre, puis à 1,3% (2,2% précédemment) au troisième trimestre, pour finalement se situer à 2,1% (2,5% précédemment) à l'issue du quatrième trimestre de l'année en cours. Pour ce qui est de l'année 2011, l'inflation pour le premier trimestre sera fort probablement de l'ordre de 2,1% (contre 2,5% pour l'exercice précédent) et de 1,9% pour le deuxième trimestre.

La révision à la baisse des prévisions d'inflation, au niveau de l'ensemble des trimestres de l'horizon, s'explique en grande partie par une différence de niveau observée entre la prévision de l'inflation de 2009 T4, calculée sur la base de l'ancienne série d'inflation mesurée par l'ICV (RPM décembre 09), et la réalisation de l'inflation sur la base de la nouvelle série IPC. Ce sous-jacent à caractère technique a produit un différentiel entre prévision et réalisation de l'inflation, pour le quatrième trimestre 2009, de l'ordre de 1,2% (prévision supérieure à la réalisation) ce qui a pour effet d'abaisser, de manière quasi-mécanique, les prévisions de l'exercice courant.

Ces prévisions sont effectuées sur la base d'hypothèses considérées comme étant 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 laisse entrevoir une légère asymétrie vers le haut. Cette asymétrie découle de risques potentiels liés à l'environnement national (une campagne agricole 2009-2010 meilleure que celle anticipée dans le scénario central; ce qui pourrait potentiellement découler sur des tensions inflationnistes à travers l'accroissement de la demande des ménages ruraux qui résulterait du regain d'activité du secteur agricole), ainsi que de risques liés à l'environnement international (une reprise plus importante de l'inflation chez nos partenaires commerciaux, se traduisant par une accentuation des pressions inflationnistes à travers les prix à l'import). La matérialisation d'un ou plusieurs de ces risques pourrait conduire à une déviation du niveau de l'inflation par rapport à la prévision centrale, avec une valeur comprise (avec une probabilité de 90%) dans la fourchette de prévision représentée sur le Fan Chart.

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



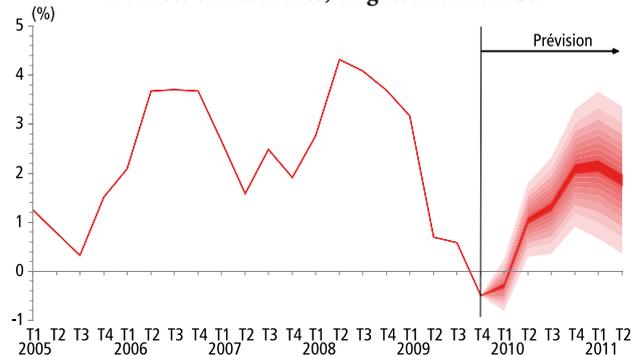
Source : Enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie de BAM

**Tableau 6.1 : Prévision de l'inflation pour 2010 T1- 2011 T2**

	2010			2011		Moyenne	HP*
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	
Prévision Centrale (%)	-0,3	1,0	1,3	2,1	2,1	1,9	1,4

Glissement annuel  
\*(HP) Horizon de prévision

**Graphique 6.2 : Projections de l'inflation 2010 T1 - 2011 T2**  
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-MAGHRIB**

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](mailto:deri@bkam.ma)

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

بنك المغرب  
بنك المغرب

بنك المغرب  
بنك المغرب