



1959 - 2009

◆ **RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE** ◆

N° 11 / 2009

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 16 juin 2009





Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 16 juin 2009



بنك المغرب
بنك المغرب

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

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

SOMMAIRE

Liste des graphiques, des tableaux et des encadrés	5
Communiqué de presse	9
Aperçu général	11
1. Orientation de l'offre et de la demande globale	13
1.1 Production	13
1.2 Consommation	19
1.3 Investissement	20
1.4 Commerce extérieur	21
2. Pressions sur les capacités de production et marché du travail	22
2.1 Tensions sur les capacités de production	22
2.2 Tensions sur le marché du travail	24
3. Environnement international et prix à l'importation	27
3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde	27
3.2 Inflation dans le monde	30
3.3 Prix du pétrole	31
3.4 Prix des matières premières	32
3.5 Indice des valeurs unitaires à l'importation du Maroc	33
4. Conditions monétaires et prix des actifs	35
4.1 Conditions monétaires	35
4.2 Prix des actifs	42
5. Evolution récente de l'inflation	44
5.1 Evolution de l'inflation	44
5.2 Biens et services	45
5.3 Biens échangeables et non échangeables	46
5.4 Indice des prix à la production industrielle	47
6. Perspectives de l'inflation	49
6.1 Hypothèses du Scénario de base	49
6.2 Prévision d'inflation et balance des risques	51

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1 : Evolution trimestrielle du produit intérieur brut, de la valeur ajoutée agricole et non agricole	14
Graphique 1.2 : Evolution de la pluviométrie recueillie du 1 ^{er} Septembre 2008 à fin Mai 2009.....	14
Graphique E.1.1 : Evolution et prévision de la production céréalière	15
Graphique 1.3 : Evolution de la pluviométrie durant la campagne agricole 2008-2009	16
Graphique 1.4 : Evolution en glissement annuel des valeurs ajoutées	16
Graphique 1.5 : Evolution de la valeur ajoutée du BTP et des ventes trimestrielles cumulées de ciment	16
Graphique E2.1 : Evolution du PIB industriel et du PIB pondéré des principaux pays partenaires	17
Graphique E2.2 : Production sectorielle passée et prévisions	17
Graphique E2.3 : Opinion des chefs d'entreprises Marocains du secteur du textile et du cuir et d'habillement	17
Graphique E2.4 : Opinion des équipementiers marocains sur la production et l'évolution de l'indice de la production des véhicules en Europe et aux Etats-Unis	17
Graphique E2.5 : Taux d'utilisation des capacités de production	17
Graphique 1.6 : Evolution de la valeur ajoutée non agricole trimestrielle	18
Graphique 1.7 : Production passée et prévue	18
Graphique 1.8 : Contributions des branches d'activités à la croissance globale	18
Graphique 1.9 : Evolution trimestrielle en glissement annuel de la consommation finale des ménages, des crédits à la consommation, et des recettes voyages	19
Graphique 1.10 : Evolution trimestrielle de la formation brute de capital fixe, de la valeur ajoutée non agricole, et des crédits à l'équipement	20
Graphique 1.11 : Evolution du climat général des affaires et des dépenses d'investissement	20
Graphique 2.1 : Output-gap global	22
Graphique 2.2 : Output-gap non agricole	22
Graphique 2.3 : Output-gap non agricole et inflation sous-jacente (en glissement annuel)	23
Graphique 2.4 : Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie	23
Graphique 2.5 : Productivité apparente du travail	23
Graphique 2.6 : Evolution des composantes du coût unitaire de production par secteur	23
Graphique 2.7 : Croissance non agricole et chômage urbain, 2000 T1 - 2008 T4	24
Graphique 2.8 : Taux de chômage en milieu urbain	24
Graphique 2.9 : Evolution de la structure du chômage par âge	25
Graphique 2.10 : Evolution de l'emploi selon les secteurs d'activité	25
Graphique 2.11 : Indice des salaires moyens dans le secteur privé en termes nominal et réel	25
Graphique 2.12 : SMIG trimestriel 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 Credit Default Swaps dans les pays émergents (Brésil, Russie, Inde, Chine)	28
Graphique 3.4 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées	28
Graphique 3.5 : Evolution de l'indice MSCI EM	28
Graphique 3.6 : Evolution du PIB dans les économies avancées	29
Graphique 3.7 : Evolution du PIB dans les économies émergentes	29

Graphique 3.8 : Output-gap des principaux pays partenaires	29
Graphique 3.9 : Cours mondial du Brent	30
Graphique 3.10 : Indice des prix des produits énergétiques et des matières premières hors énergie	31
Graphique 3.11 : Indice des prix des produits alimentaires et des métaux et minerais	32
Graphique 3.12 : Perspective d'évolution des indices des prix des matières premières	32
Graphique 3.13 : Indice des prix à l'import hors énergie	32
Graphique 3.14 : Indice des prix à l'import des produits alimentaires	33
Graphique 3.15 : Indice des prix à l'import des matières premières minières	33
Graphique 3.16 : Indice des prix à l'import des demi-produits	33
Graphique 3.17 : Evolution de l'indice des prix des matières premières hors énergie mondial et de l'IPM hors énergie	34
Graphique 4.1 : Evolution du taux interbancaire	35
Graphique 4.2 : Structure par terme des bons du Trésor.....	35
Graphique 4.3 : Evolution du taux des dépôts à 6 mois et celui sur les bons du Trésor à 26 semaines	36
Graphique E 4.1 : Evolutions de la position de liquidité (millions de DH) et du TMP (%) en moyenne trimestrielle	36
Graphique E 4.2 : Position de liquidité (millions de DH) et TMP du marché monétaire interbancaire	36
Graphique E 4.3 : Variation des réserves obligatoires	37
Graphique E 4.4 : Evolution de l'effet des facteurs de liquidité	37
Graphique E 4.5 : Intervention de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire	38
Graphique E 4.6 : Evolution de la moyenne et de l'écart-type du TMP du marché interbancaire	38
Graphique 4.4 : Evolution des taux débiteurs	38
Graphique 4.5 : Corrélation entre le taux interbancaire et les taux débiteurs	38
Graphique 4.6 : Croissance annuelle de M3 et sa tendance (en%)	39
Graphique 4.7 : Excédent monétaire (en % de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en terme réels)	39
Graphique 4.8 : Croissance annuelle de la masse monétaire et du PIB non agricole	39
Graphique 4.9 : Evolution annuelle des composantes de M3 (en %)	39
Graphique 4.10 : Croissance annuelle du crédit bancaire et sa tendance	40
Graphique 4.11 : Structure des crédits par agent économique	40
Graphique 4.12 : Evolution des crédits par branche d'activité	40
Graphique 4.13 : Evolution annuelle des prêts immobiliers et des crédits à la consommation	40
Graphique 4.14 : Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets	41
Graphique 4.15 : Evolution trimestrielle des créances nettes sur l'Etat	41
Graphique 4.16 : Taux de change du dirham	41
Graphique 4.17 : Evolution annuelle des placements liquides	41
Graphique 4.18 : Evolution des titres des OPCVM monétaires et obligataires	42
Graphique 4.19 : PL4 et MASI	42
Graphique 4.20 : Taux de change du dirham	42
Graphique 4.21 : Taux de change effectif	42
Graphique 4.22 : Indices boursiers.....	43
Graphique 4.23 : Evolution des indices sectoriels en glissement trimestriel, T1 2009/T4 2008.....	43
Graphique 5.1 : Inflation et inflation sous-jacente	44
Graphique 5.2 : Contributions des principales composantes glissement annuel de l'inflation	44

Graphique 5.3	: Prix du carburant à la pompe et prix du transport	45
Graphique 5.4	: Cours mondial du pétrole et prix à la pompe au Maroc, en DH	46
Graphique 5.5	: Prix relatifs des biens transformés et des services hors transport privé par rapport à l'inflation	46
Graphique 5.6	: Contributions des prix des biens et services à l'inflation	46
Graphique 5.7	: Ecart des taux d'inflation entre biens transformés et services hors transport privé	47
Graphique 5.8	: Indices des prix des biens échangeables et non échangeables	47
Graphique 5.9	: Contributions des échangeables et non échangeables à l'inflation	47
Graphique 5.10	: Indices des prix à la production industrielle	48
Graphique 5.11	: Contribution des principales rubriques à l'indice des prix à la production manufacturière	48
Graphique 5.12	: Indice de l'industrie de raffinage et prix du Brent	48
Graphique 5.13	: Evolution des prix des produits alimentaires au Maroc et sur les marchés internationaux	48
Graphique 6.1	: Perception de l'inflation selon les chefs des entreprises pour les trois prochains mois	51
Graphique 6.1	: Projection de l'inflation 2009 T2 - 2010 T3	52

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1	: Evolution du PIB trimestriel aux prix chaînés de 1998 par grandes branches d'activité	13
Tableau 1.2	: Résultats préliminaires de la campagne agricole 2008-2009	14
Tableau 1.3	: Evolution de la balance commerciale Janvier-Avril 2009	21
Tableau 2.1	: Indicateurs trimestriels d'activité et de chômage par milieu de résidence	24
Tableau 3.1	: Prévisions de croissance dans le monde	29
Tableau 3.2	: Evolution récente de l'inflation dans le monde	30
Tableau 3.3	: Prix du Brent sur le marché des futures	31
Tableau 3.4	: Prix du blé sur le marché des futures et prévisions	32
Tableau 4.1	: Evolution des taux de rendement des bons du Trésor à court terme sur le marché primaire	35
Tableau 4.2	: Taux créditeurs	36
Tableau 4.3	: Valorisation du marché des actions	43
Tableau 5.1	: Inflation et composantes	45
Tableau 5.2	: Prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur	45
Tableau 5.3	: Indices des prix des biens et services	46
Tableau 5.4	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables	47
Tableau 6.1	: Prévision de l'inflation pour 2009 T2 - 2010 T3	52

LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 1.1	: Prévision de la production céréalière	15
Encadré 1.2	: Evolution des principales branches industrielles exposées à la crise	17
Encadré 4.1	: Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire	36

بنك المغرب
بنك المغرب

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 16 juin 2009

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu sa réunion trimestrielle le mardi 16 juin 2009.
2. Au cours de cette réunion, le Conseil a analysé et approuvé le Rapport annuel sur la situation économique, monétaire et financière du pays, ainsi que sur les activités de la Banque relatif, à l'exercice 2008, qui sera présenté à Sa Majesté le Roi.
3. Le Conseil a également examiné l'évolution récente de la situation économique, monétaire et financière et les prévisions d'inflation à l'horizon du troisième trimestre de l'année 2010.
4. Le ralentissement du rythme de progression de l'inflation s'est poursuivi en avril, en ligne avec l'analyse et les prévisions présentées dans le Rapport sur la politique monétaire du 24 mars 2009. L'inflation en glissement annuel a en effet atteint 2,6% en avril, après 3,6% en mars, 3,8% en février et 4% en janvier. Cette évolution se reflète de manière plus forte à travers l'indicateur de l'inflation sous-jacente, dont sont notamment exclus les produits alimentaires frais à volatilité élevée, qui s'est établie à -0,1% en avril après une progression de 0,2% en mars.
5. L'évolution récente de l'inflation reflète la poursuite de la détente des cours mondiaux des produits de base, la baisse de la demande étrangère adressée au Maroc, en liaison avec la détérioration de l'activité chez nos principaux pays partenaires et, dans une moindre mesure, le ralentissement du rythme de progression de la demande intérieure. La détente des pressions inflationnistes, notamment celles émanant des prix à l'importation, se retrouve également au niveau des prix à la production industrielle, qui se sont repliés de 17,8% en avril, de 18,5% en mars et de 6,5% en février, après avoir affiché des rythmes de progression exceptionnellement élevés en 2008.
6. La conjoncture internationale défavorable se transmet à l'économie nationale à travers les canaux réels de propagation, essentiellement les exportations de biens et services et les transferts de fonds des marocains résidant à l'étranger. Les résultats de l'enquête de conjoncture dans l'industrie de Bank Al-Maghrib pour le mois d'avril confirment la faiblesse de la demande, notamment étrangère, que reflète le niveau bas du taux d'utilisation des capacités de production. Dans ce contexte, la croissance non agricole s'est inscrite en rupture par rapport à sa tendance observée au cours des quatre dernières années, revenant à 1,9% au quatrième trimestre 2008. Elle ne devrait pas dépasser 2% au cours du premier semestre et serait inférieure à 3% pour l'ensemble de l'année 2009, au lieu de 4,2% en 2008 et 6,5% en 2007. La croissance globale devrait toutefois, à la lumière des dernières données disponibles sur la campagne agricole, se situer entre 5% et 6% en 2009, un niveau comparable à celui réalisé en 2008. L'output gap non agricole, plus pertinent pour l'appréciation du risque inflationniste, devrait toutefois afficher une valeur négative pour l'ensemble de l'année.
7. Au niveau des conditions monétaires, les données disponibles à fin avril confirment la poursuite du ralentissement de la création monétaire. En effet, la hausse annuelle de l'agrégat M3 s'est établie à 9,2%, après 10,5% au cours des deux derniers trimestres. Ce ralentissement s'est traduit

par la poursuite de la résorption de l'excédent monétaire des agents non financiers. Le rythme de progression du crédit en glissement annuel, bien qu'en décélération continue depuis le troisième trimestre 2008, demeure toutefois élevé avec une hausse de 18% en avril.

8. Au total, la prévision centrale de l'inflation et celle de l'inflation sous-jacente à l'horizon des six prochains trimestres ont été légèrement révisées à la baisse, comparées à celles publiées dans le Rapport sur la politique monétaire de mars 2009. Cela découle principalement du ralentissement de l'activité domestique, et du reflux des prix mondiaux des matières premières, de l'activité et de l'inflation chez les principaux partenaires du Maroc. Ainsi, l'inflation devrait évoluer à un rythme inférieur à 3% sur l'horizon de prévision. Au troisième trimestre 2010, elle devrait se situer autour de 2,6%. S'agissant de l'évolution future de l'indicateur d'inflation sous-jacente, celui-ci devrait se maintenir à un niveau modéré, en dessous de 2%, sur l'horizon de prévision.
9. Les différents facteurs de risques laissent entrevoir une modération sensible des pressions inflationnistes au cours des prochains trimestres, notamment compte tenu du reflux des pressions émanant de la demande, qui pourraient s'atténuer davantage dans le contexte d'une dégradation plus importante qu'anticipé de l'activité, et des incertitudes qui persistent sur l'évolution de la croissance mondiale. Dans cet environnement, la transmission de la baisse des cours mondiaux aux prix internes devrait se poursuivre, la volatilité des prix des matières premières, en particulier le pétrole, constituant toutefois une source d'incertitude.
10. Dans ce contexte, caractérisé par une orientation à la baisse des risques et une prévision centrale de l'inflation en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, le Conseil a décidé de maintenir le taux directeur à 3,25%, niveau qui lui paraît approprié compte tenu de l'ensemble des données disponibles.
11. 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 10% à compter du 1^{er} juillet 2009.
12. Le Conseil a par ailleurs examiné le projet de plan continuité d'activité de la Banque, les actions prioritaires réalisées en la matière, ainsi que la programmation des actions futures.

APERÇU GÉNÉRAL

En cohérence avec les analyses et prévisions de la Banque publiées dans son rapport sur la politique monétaire au titre du premier trimestre 2009, la décrue de l'inflation et celle plus marquée de l'inflation sous-jacente, se sont poursuivies au cours des premiers mois de l'année, en relation principalement avec la détente continue des pressions émanant des prix internationaux des matières premières de base et avec la baisse de la demande, notamment étrangère.

En effet, l'inflation s'est de nouveau ralentie en avril, en glissement annuel, pour atteindre 2,6% contre 4%, 3,8% et 3,6% respectivement, en janvier, février et mars. Le reflux de l'inflation est bien plus perceptible à travers l'indicateur de l'inflation sous-jacente qui a baissé de 0,1% en avril, pour la première fois depuis près de vingt ans, suite à la décrue plus marquée des prix des produits alimentaires de base. Cette évolution s'explique essentiellement par la baisse de l'inflation des biens échangeables. Parallèlement, les prix à la production industrielle ont enregistré une diminution de 17,8% en avril, après avoir fléchi de 18,5% et de 7,8% respectivement en mars et février.

Au plan international, les injections massives de liquidités et les niveaux historiquement bas des taux directeurs des banques centrales ont permis de stabiliser la situation sur les marchés financiers. Cette stabilisation s'observe au niveau des écarts entre les taux interbancaires et les taux des swaps sur les marchés monétaires, des primes de risque sur la dette privée et des CDS de la dette souveraine des pays émergents. En revanche, les marchés du crédit dans les principaux pays développés restent atones, notamment en raison de la persistance des contraintes liées aux bilans bancaires et de la faiblesse de la demande. Parallèlement, la contraction de l'activité mondiale s'est poursuivie, les difficultés de financement des entreprises et le recul de la demande continuant d'entraîner des baisses de l'activité industrielle et commerciale, aussi bien dans les pays développés que dans les pays émergents et en développement. La reprise de l'activité, qui reste entourée de nombreuses incertitudes, dépendra notamment de l'efficacité des mesures de politique monétaire et de la vitesse et de la qualité de la mise en œuvre des plans budgétaires mis en place dans les principaux pays, ainsi que de la normalisation des marchés du crédit.

Cette conjoncture internationale défavorable n'a pas manqué d'affecter l'économie nationale, à travers les canaux réels de propagation, essentiellement les exportations de biens et services et les transferts de fonds des marocains résidant à l'étranger. En effet, la croissance non agricole s'est inscrite en rupture par rapport à sa tendance observée au cours des quatre dernières années, revenant à 1,9% au quatrième trimestre 2008. Elle ne devrait pas dépasser 2% au cours du premier semestre et se situerait entre 2% et 3% pour l'ensemble de l'année 2009, au lieu de 4,1% en 2008 et 6% en 2007. Les prévisions de croissance globale, présentées dans le cadre du Rapport sur la politique monétaire de mars 2009, ont été néanmoins légèrement revues à la hausse, à la lumière des dernières données disponibles sur la campagne agricole. A la faveur d'une production céréalière qui devrait atteindre, selon les estimations les plus récentes de la Banque, près de 100 millions de quintaux, la progression de la valeur ajoutée agricole devrait s'établir autour de 20% au lieu de 16% en 2008. En conséquence, la croissance économique devrait se situer entre 5% et 6% en 2009, niveau comparable à celui réalisé en 2008. Dans ces conditions, l'output gap global qui demeure positif, devrait poursuivre sa tendance haussière. Quant à l'output gap non agricole, plus pertinent pour l'appréciation du risque inflationniste, il devrait dégager une valeur négative pour l'ensemble de l'année.

Les résultats de l'enquête de conjoncture dans l'industrie de Bank Al-Maghrib pour le mois d'avril témoignent également de la faiblesse de la demande, notamment étrangère, que reflète le niveau bas du taux d'utilisation des capacités de production, en dépit du léger rebond déclaré par les chefs d'entreprises. Pour leur part, les données de l'emploi pour le premier trimestre indiquent une stabilisation du taux de chômage, contrairement aux observations passées qui font ressortir une corrélation négative entre taux de chômage urbain et croissance du PIB non agricole.

S'agissant des conditions monétaires, les derniers chiffres disponibles confirment la poursuite du ralentissement du rythme de création monétaire. La progression annuelle de l'agrégat M3 s'est établie à 9,2% en avril, après avoir atteint 12,4% au troisième trimestre 2008 et s'être stabilisée autour de 10,5% au cours des deux derniers trimestres. Ce ralentissement s'est traduit par la poursuite de la résorption de l'excédent monétaire des agents non financiers. En revanche, le rythme d'accroissement du crédit bancaire, 18% en glissement annuel en avril, demeure élevé. Concernant les taux débiteurs, les résultats de l'enquête trimestrielle de la Banque relatifs au premier trimestre 2009 indiquent une hausse du taux moyen pondéré, tirée principalement par les crédits de trésorerie.

Au total, l'analyse des différents facteurs de risques confirme la modération sensible des pressions inflationnistes au cours des prochains trimestres. La prévision centrale de l'inflation et de l'inflation sous-jacente à l'horizon des six prochains trimestres a été révisée légèrement à la baisse par rapport au Rapport sur la politique monétaire de mars 2009. Cela découle principalement du ralentissement de l'activité et du reflux des prix mondiaux des matières premières et de l'inflation chez les principaux partenaires du Maroc. Ainsi, l'inflation devrait évoluer à un rythme inférieur à 3% sur l'horizon de prévision, avec une prévision centrale de l'ordre de 2,4%. Au terme de l'horizon de prévision, soit au troisième trimestre 2010, elle devrait se situer autour de 2,6%. Pour l'ensemble de l'année 2009, l'inflation s'établirait en moyenne à 2,8% au lieu d'un taux de 2,6% publié dans le RPM précédent, soit un écart de 0,2% résultant du renchérissement temporaire des produits frais au cours du premier trimestre. S'agissant de l'évolution future de l'indicateur d'inflation sous-jacente, celui-ci devrait se maintenir à un niveau modéré, en dessous de 2%, sur l'horizon de prévision.

Les risques entourant la prévision centrale demeurent orientés à la baisse. Au plan externe, les révisions à la baisse, importantes et successives, des perspectives de la croissance mondiale et les grandes incertitudes qui persistent encore, devraient maintenir les risques baissiers plus longtemps qu'initialement prévu. En conséquence, la transmission en cours de la baisse des cours mondiaux aux prix domestiques, devrait se poursuivre comme il ressort de l'évolution prévisible des prix à l'importation, des prix à la production industrielle et des prix des biens échangeables. A plus long terme, la volatilité des prix des matières premières, en particulier le pétrole, et les risques liés à la spéculation sur ces marchés constituent toutefois une source d'incertitude non négligeable. Concernant les facteurs de risques d'origine interne, ils sont également orientés à la baisse, notamment du fait du reflux des pressions émanant de la demande, qui pourraient s'atténuer davantage dans le contexte d'une dégradation plus importante qu'anticipé de l'activité.

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

Au quatrième trimestre 2008, la croissance économique a connu une forte décélération, revenant à 3,1%, suite notamment au ralentissement des activités non agricoles, dont la progression s'est limitée à 1,9% contre une moyenne de 5,5% au cours des trois premiers trimestres de l'année. En 2009, le taux de croissance devrait se situer entre 5% et 6%, soit la même évolution observée en 2008 et ce, consécutivement à l'essor de l'activité agricole qui a bénéficié d'une pluviométrie exceptionnelle, portant son taux de croissance à plus de 20% au lieu de 16% un an auparavant. Les activités non agricoles, en revanche, progresseraient à un rythme situé entre 2% et 3%, en nette décélération par rapport à la moyenne de la période 2004-2008, reflétant notamment les répercussions réelles de la crise mondiale, en particulier pour les branches les plus sensibles à la demande étrangère. La demande intérieure, principal moteur de la croissance, demeurerait soutenue par l'investissement et la consommation finale des ménages, mais marquerait un léger ralentissement. Pour sa part, la contribution de la demande extérieure serait négative pour la troisième année successive, tout en se situant à un niveau moindre suite au repli des importations.

1.1 Production

Dans un contexte économique international marqué par l'ampleur des effets de la crise, la croissance nationale devrait s'établir en 2009 aux alentours de 5,6%, à la faveur de l'accroissement de plus de 20% de la valeur ajoutée agricole, celle des activités non agricoles ne devant progresser que de 2,3%, soit le rythme annuel le plus faible des six dernières années.

La progression de la valeur ajoutée non agricole s'est limitée à 1,9%¹ au quatrième trimestre 2008 alors qu'elle a été de 5,5% en moyenne au cours des trois premiers trimestres. La contraction des activités secondaires et l'évolution modérée des activités tertiaires devraient se poursuivre au premier semestre 2009, en liaison avec un environnement économique international de plus en plus morose (cf. section 3), ramenant la croissance moyenne de la valeur ajoutée non agricole à 1,7%.

Au niveau du secteur primaire, la campagne agricole 2008-2009 a été caractérisée par des conditions climatiques exceptionnelles, ayant généré un excédent pluviométrique au niveau de l'ensemble des régions agricoles. La superficie semée pour l'ensemble des cultures s'est élargie, par rapport à la campagne précédente, à l'exception de celle de betterave à sucre, qui a diminué à cause

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

Branches d'activités	2008				2009	
	TI	TII	TIII	TIV	TI(p)	TII(p)
Agriculture	10,9	11,2	10,4	11,9	19,9	25,7
VA non agricole	6,5	5,8	4,3	1,9	1,6	1,7
Pêche	44,7	-16,5	17,4	29,8	-12,3	-3,8
Industrie d'extraction	2,6	-1,8	-2,9	-17,9	-19,8	-15,2
Industrie (hors raffinage de pétrole)	5,3	4,3	2,7	-4,1	-3,1	-2,5
Raffinage de pétrole et autres produits d'énergie	23,1	-0,4	-7,7	-4,2	-6,3	-6,1
Electricité et eau	6,6	6,3	-0,1	0,4	-1,1	-1,2
Bâtiment et travaux publics	10,3	10,6	9,4	4,8	4,6	4,8
Commerce	5,1	5,3	2,9	0,0	1,0	1,4
Hôtels et restaurants	-1,8	-1,7	-3,3	-3,9	-4,8	-3,4
Transports	6,2	4,2	3,6	1,4	2,3	2,8
Postes et télécommunications	11,0	13,6	9,0	5,0	5,6	5,9
Activités financières et assurances	20,2	19,4	17,6	15,8	14,6	14,7
Services rendus aux entreprises et services personnels	6,8	6,2	5,1	3,3	4,2	4,0
Administration publique générale et sécurité sociale	5,7	6,3	5,4	4,1	3,9	4,0
Education, santé et action sociale	4,5	5,3	4,3	8,5	8,4	7,1
VA au prix de base	7,1	6,6	5,1	2,7	4,2	5,2
Impôts sur les produits nets des subventions	6,6	4,9	5,9	3,7	2,3	2,5
Produit intérieur brut	7,0	6,5	5,4	3,1	4,7	5,9

Sources : HCP, prévisions de BAM

¹ Les taux de croissance présentés dans ce chapitre sont, sauf indication contraire, calculés en glissement annuel.

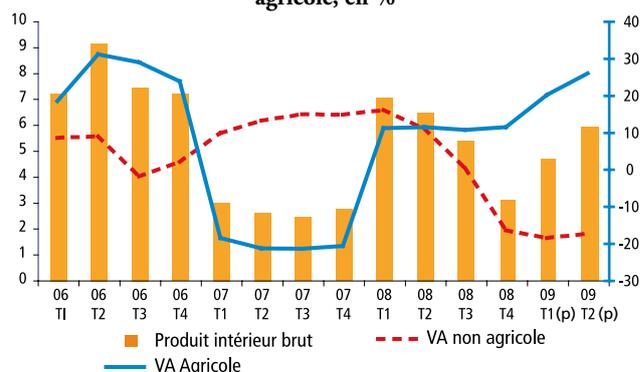
des difficultés d'accès aux champs pendant la phase d'installation. Dans ces conditions, les rendements des céréales d'automne apparaissent en hausse de 96% par rapport à la campagne précédente, atteignant ainsi des niveaux jamais égalés. Selon les estimations de Bank Al-Maghrib, la production céréalière devrait s'établir à près de 100 millions de quintaux (Voir Encadré 1.1). C'est ainsi que le volume des céréales, commercialisées de juin 2008 à avril 2009, ressort à 13,7 millions de quintaux, en augmentation de 163% par rapport à la même période de la campagne précédente, entraînant une contraction de 18% des importations, chiffrées à près de 52 millions de quintaux. De même, les autres productions végétales se situeraient à des niveaux élevés. En outre, l'état du couvert végétal, propice à l'activité de l'élevage, est satisfaisant à la faveur de l'abondance et de la régularité des précipitations qui ont permis d'améliorer la végétation dans les zones non irriguées.

S'agissant de l'activité des pêches maritimes, elle a pâti de la faiblesse des débarquements de la pêche côtière et artisanale, marquant à fin avril 2009 un repli de 9% en volume. Elle a également enregistré une baisse de 23% en valeur, du fait de la chute de près de 40% du prix du poulpe, qui représente plus de 30% de la valeur totale.

Au quatrième trimestre 2008, la contribution du secteur secondaire à la croissance de la valeur ajoutée globale a été négative, une évolution qui devrait concerner également le premier semestre 2009. En effet, la valeur ajoutée du secteur accuserait des baisses respectives de l'ordre de 2,8% et 2% au premier et au deuxième trimestre 2009, après avoir fléchi de 3,1% au quatrième trimestre 2008.

Le repli des activités extractives, entamé au deuxième trimestre 2008, devrait se prolonger au cours du premier et du deuxième trimestre 2009. Cette évolution est confirmée par la baisse de 84% de la production marchande de l'OCP, à fin février, ainsi que par la contraction, à fin avril, du volume des exportations de phosphates et d'acide phosphorique de respectivement 66,1% et de 28,9%.

Graphique 1.1 : Evolution trimestrielle, en glissement annuel, du produit intérieur brut, de la valeur ajoutée agricole et non agricole, en %



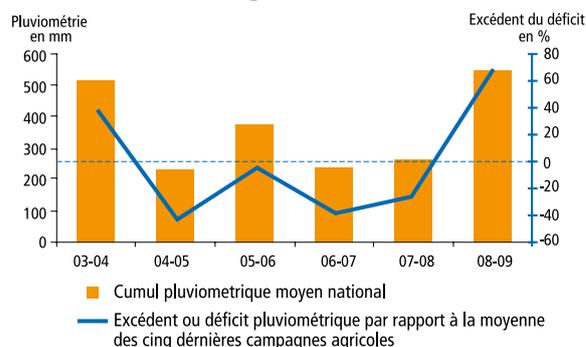
Sources : HCP, prévisions de BAM

Tableau 1.2 : Résultats préliminaires de la campagne agricole 2008-2009

	Campagne agricole 2007-2008			Campagne agricole 2008-2009		
	Superficie (1.000.000 qx)	Production (1.000 qx)	Rendement qx/ha	Superficie (1.000.000 qx)	Production (1.000.000 qx)	Superficie qx/ha
Principales cultures céréalières d'automne	5,0	51,2	10,2	5,1	102,0	20
Blé tendre	1,9	25,3	13,1	2,0	45,0	22,5
Blé dur	0,9	12,4	13,4	1,0	20,0	20,8
Orge	2,2	13,5	6,2	2,2	37,0	16,8

Source : Ministère de l'Agriculture, du Développement Rural et des Pêches Maritimes

Graphique 1.2 : Evolution de la pluviométrie recueillie du 1^{er} septembre à fin mai



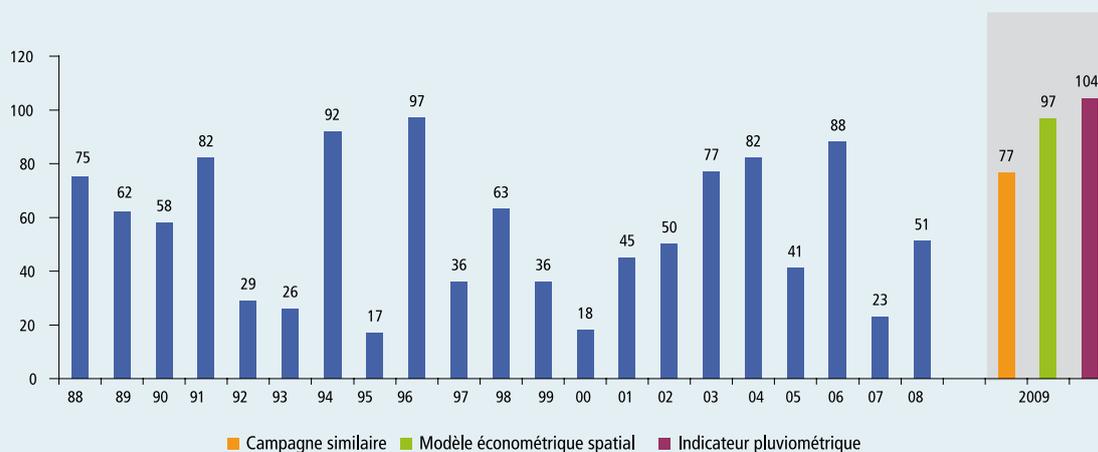
Sources : Ministère de l'Agriculture, du Développement Rural et des Pêches Maritimes, calculs BAM

Encadré 1.1 : Prédiction de la production céréalière

Dans le cadre des efforts déployés pour améliorer le cadre de prévision de la croissance, Bank Al-Maghrib a mis en place un dispositif de prévision de la production céréalière qui englobe trois outils, à savoir respectivement un modèle économétrique spatial, un modèle de détection des campagnes similaires et une méthode basée sur un indicateur pluviométrique (cf. RPM de mars 2009).

L'application de ces instruments aux données pluviométriques observées jusqu'à fin mai 2009 a abouti à des estimations de la production de 77 millions de quintaux par la méthode de campagne similaire, 97 millions par le modèle économétrique spatial et 104 millions par celui basé sur l'indicateur pluviométrique. Il est à noter qu'étant donné le caractère exceptionnel de l'année agricole en cours, l'application de la première méthode s'est heurtée à la difficulté de détection de campagnes similaires, particulièrement dans certaines régions.

Graphique E 1.1 : Evolution et prévision de la production céréalière (en millions de quintaux)



Sources : Ministère de l'Agriculture, du Développement Rural et des Pêches Maritimes, prévisions de BAM

En effet, les campagnes similaires détectées le sont du point de vue de la distribution mensuelle des pluviométries mais présentent des écarts significatifs, par rapport à la campagne actuelle, en termes des quantités enregistrées. L'intégration des observations relatives aux mois d'avril et de mai a suggéré l'exclusion du scénario obtenu avec la méthode de la campagne similaire, ces observations ayant définitivement confirmé le caractère exceptionnel de la campagne en cours.

Ainsi, sur la base d'un consensus établi entre les résultats du modèle économétrique spatial et de l'indicateur pluviométrique, la production céréalière devrait s'établir autour de 100 millions de quintaux, en hausse de 97% par rapport à la campagne précédente et de 76% par rapport à la moyenne des cinq dernières campagnes.

Par culture, les productions du blé tendre, du blé dur et de l'orge progresseraient respectivement de 77%, de 66% et de 134% par rapport à la dernière campagne et de 66%, de 51% et de 86% en comparaison avec les moyennes des cinq dernières campagnes.

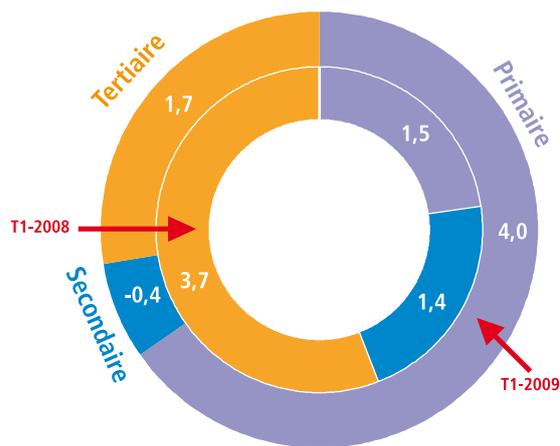
Au niveau régional, la plupart des régions céréalières devraient connaître de fortes progressions de la production des trois céréales selon les résultats du dispositif de prévision.

Après une décélération progressive au cours des trois premiers trimestres 2008, la croissance de la valeur ajoutée de l'industrie de transformation a connu une baisse de 4,1% au quatrième trimestre 2008 et devrait reculer de 3,1% et de 2,5% respectivement au premier et au deuxième trimestre 2009. En effet, les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib du mois d'avril, indiquent que la production industrielle a connu une baisse, après la hausse enregistrée durant le mois de mars, et que le niveau des commandes reçues par les entreprises demeure inférieur à son niveau habituel, alors que celui des stocks de produits finis est estimé supérieur à la normale. En raison de l'effet modérateur de la hausse des ventes locales, les ventes globales ont toutefois connu une progression dans l'ensemble des branches, à l'exception des industries du textile et du cuir et des industries électriques et électroniques, qui sont davantage liées à l'évolution de la demande étrangère.

Au premier semestre 2009, l'évolution de la valeur ajoutée des activités énergétiques accuserait un repli de 1,3%, suite à la baisse de celle de la valeur ajoutée des branches du raffinage de pétrole et « électricité et eau ». Ces évolutions sont confirmées respectivement par la baisse, au premier trimestre, de 32% de la production de la SAMIR et celle de 1,2% des ventes totales de l'Office national d'électricité.

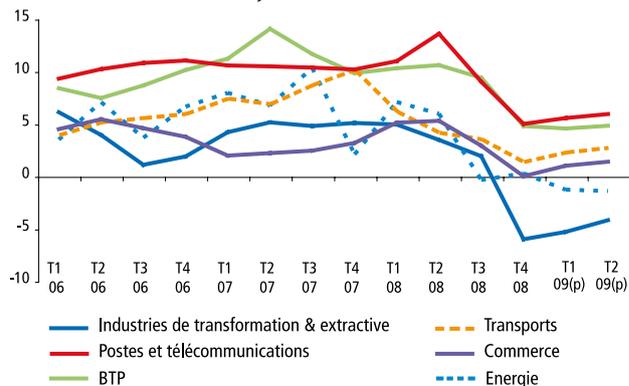
La valeur ajoutée du BTP a connu une nette décélération au quatrième trimestre 2008 et ne devrait progresser que de 4,7% au premier semestre 2009, contre 10,4% un an auparavant. Les ventes de ciment, chiffrées à près de 1.332 milliers de tonnes au mois d'avril 2009, ont marqué une augmentation de 8,8% par rapport à mars 2009, mais demeurent quasiment stables par rapport à l'année précédente. En outre, en relation avec la forte pluviométrie durant les quatre premiers mois de l'année et de la semaine de grève des transporteurs au mois d'avril, les ventes cumulées de ciment ont enregistré une baisse de 1,7% pour s'établir à 4.769 milliers de tonnes.

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



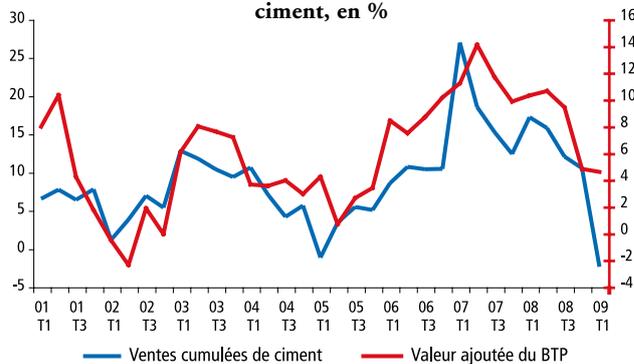
Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM

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



Sources : HCP, prévisions de BAM

Graphique 1.5 : Evolution en glissement annuel de la valeur ajoutée du BTP et des ventes trimestrielles cumulées de ciment, en %

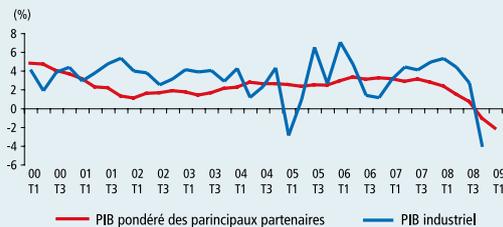


Sources : APC, prévision BAM

Encadré 1.2 : Evolution des principales branches industrielles exposées à la crise

Le secteur industriel évolue dans un contexte mondial marqué par une récession économique qui touche la plupart des pays avancés, notamment les principaux partenaires du Maroc. Ainsi, l'activité industrielle nationale s'est nettement dégradée, au quatrième trimestre, suite au repli de la demande étrangère. Cette rupture de tendance est due principalement à la baisse de l'activité des industries du textile et du cuir ainsi que des industries automobiles. Cette dégradation s'est poursuivie jusqu'à avril 2009, selon les résultats de la dernière enquête mensuelle de conjoncture de Bank Al-Maghrib.

Graphique E 2.1: Evolution du PIB industriel et du PIB pondéré des principaux pays partenaires



Sources : HCP, Eurostat et calculs BAM

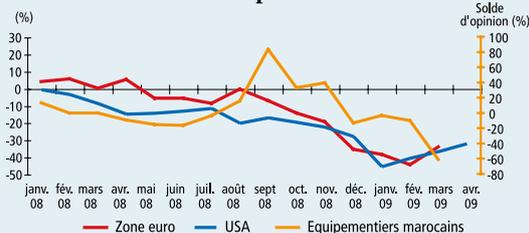
Industries du Textile et du Cuir

Le secteur du textile et du cuir, qui contribue pour 10% à la production industrielle et pour 44% à l'emploi industriel total, est le plus touché par la récession, dans la mesure où 47% de sa production est exportée. A fin avril 2009, ses exportations ont reculé de 3% par rapport à la même période de l'année précédente, suite au rebond observé en avril. Cette tendance baissière devrait se poursuivre dans le contexte d'une conjoncture mondiale atone.

Industries Automobiles

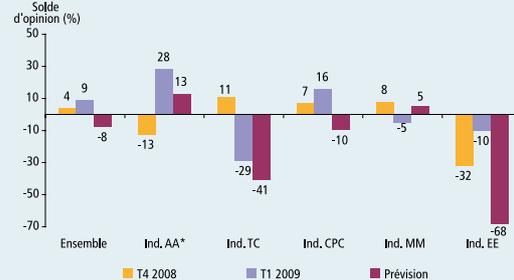
La baisse de la production, les fermetures d'usine et les importantes suppressions d'emplois effectuées par la majorité des constructeurs d'automobile mondiaux, s'est répercutée négativement sur la production et les exportations des composants automobiles au niveau des équipementiers marocains. Ainsi, ces derniers se sont ajustés en réduisant le temps de travail et/ou les effectifs employés. Cependant, l'activité des équipementiers marocains destinée au marché local résiste, les ventes des voitures produites localement ayant progressé de 11,5% par rapport à 2007.

Graphique E 2.4 : Opinion des équipementiers marocains sur la production et évolution de l'indice de la production des véhicules en Europe et aux Etats-Unis



Sources : Datastream, Enquête de BAM

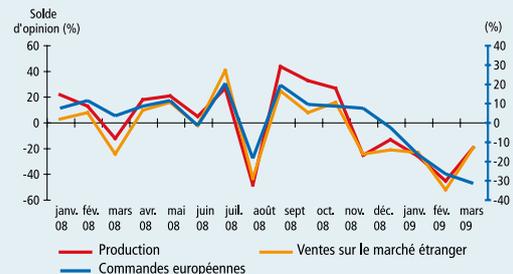
Graphique E 2.2: Production sectorielle passée et prévisions



* Ind. : Industries, AA : Agroalimentaires, TC : textile et cuir, CPC : chimiques et parachimiques, MM : mécaniques et métallurgiques, EE : électriques et électroniques.

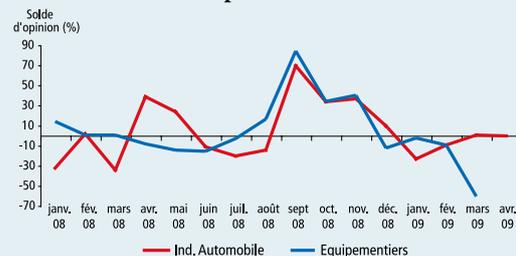
Source : Enquête de BAM

Graphique E 2.3: Opinion des chefs d'entreprises Marocains du secteur du textile et du cuir et d'habillement



Sources : INSEE et Enquête de BAM

Graphique E 2.5 : Taux d'utilisation des capacités de production



Source : Enquête de BAM

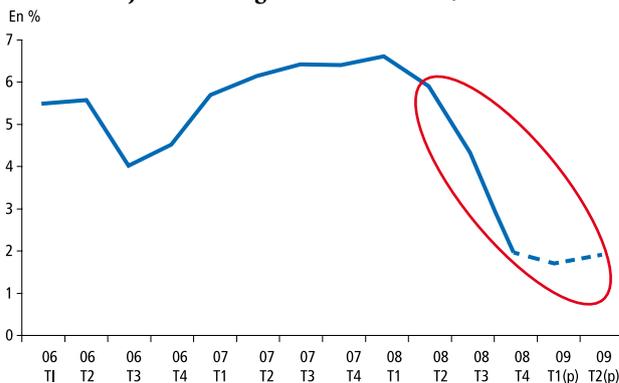
S'agissant du secteur tertiaire, la croissance au premier semestre 2009 devrait demeurer modérée comparativement à ce qui a été observé un an auparavant avec une progression de 3,7% au lieu de 6,4%. La contraction des services marchands, en particulier, est imputable à la contre performance de la branche « hôtels et restaurants », ainsi qu'à la décélération de l'activité dans les branches des postes et télécommunications, du commerce et du transport.

Malgré la progression du flux touristique de 10%, à fin avril 2009, les autres indicateurs du secteur se sont inscrits en repli. En effet, les nuitées recensées dans les hôtels classés ont diminué de 3% au lieu de 7% un an auparavant. Cette évolution recouvre une baisse de 5% des nuitées effectuées par les non résidents et une augmentation de 5% de celles réalisées par les nationaux. De même, le taux d'occupation est revenu de 44% à 41%. En conséquence, les recettes de voyages se sont établies à 13,3 milliards de dirhams contre 16,3 milliards un an auparavant.

La branche du transport devrait connaître, également, une décélération durant le premier semestre 2009. Le transport aérien a enregistré un recul de 2,8% du nombre total des passagers au terme du premier trimestre. Globalement, la valeur ajoutée du transport devrait s'accroître de 2,3%, au premier trimestre. Au deuxième trimestre, elle réaliserait une progression de 2,8%, tirant profit de l'évolution favorable des activités agricoles et ce, malgré la grève des transporteurs de marchandises en avril.

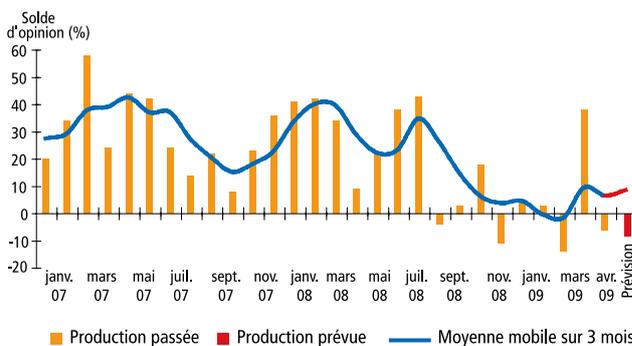
L'activité des postes et télécommunications devrait poursuivre le mouvement baissier entamé depuis le troisième trimestre 2008, avec une progression de 5,6% au premier trimestre 2009 contre 11% un an plutôt. Le parc de la téléphonie mobile et celui du fixe ont enregistré une hausse de 14,1% au premier trimestre 2009, tandis que le parc internet a augmenté de 43,4% pour atteindre 834.643 abonnements.

Graphique 1.6 : Evolution, en glissement annuel, de la valeur ajoutée non agricole trimestrielle, en %



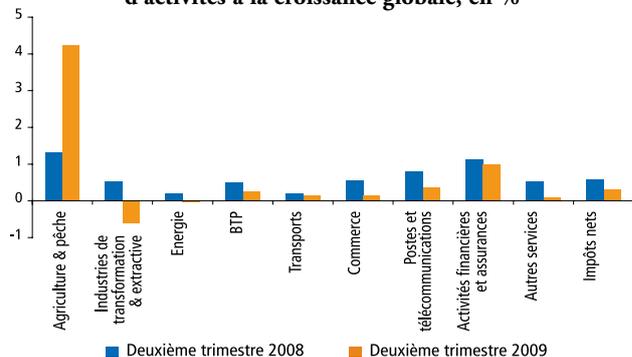
Sources : HCB, prévisions de BAM

Graphique 1.7 : Production passée et prévue



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

Graphique 1.8 : Contributions des branches d'activités à la croissance globale, en %



Sources : HCB, calculs et prévisions de BAM

1.2 Consommation

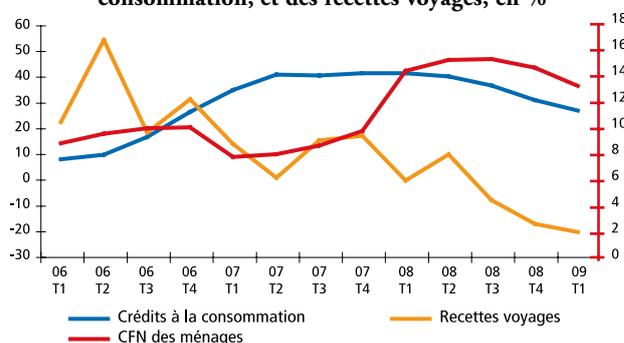
La consommation finale nationale constitue le moteur de la croissance globale au terme de l'année 2008. En effet, sa contribution à la croissance est de l'ordre de 6,4 points de pourcentage, du fait notamment d'une hausse de 14,9% de la consommation finale des ménages et de 5,4% de la consommation finale des administrations publiques. En termes réels, leur rythme de progression s'est établi respectivement à 9,4% et à 4,8%.

Par ailleurs, les données du premier trimestre 2009 semblent indiquer la poursuite de la décélération de la consommation des ménages entamée au troisième trimestre 2008, en liaison notamment avec le fléchissement des transferts des MRE et des recettes touristiques. Cette évolution est confirmée par la stagnation, à fin avril, des importations des produits finis de consommation, après une hausse de 16,1% un an auparavant.

La consommation publique, quant-à-elle, a enregistré, au terme des quatre premiers mois, un renforcement de 9,8% des dépenses de fonctionnement, à la faveur d'une augmentation de 8,6% des dépenses du personnel et de 11,8% des autres biens et services.

Au total, la hausse de la consommation finale nationale devrait avoisiner, en nominal, 8,3% en 2009, marquant ainsi un ralentissement de son rythme d'évolution. Toutefois, elle préserverait son rôle stimulateur de la croissance globale. En dépit d'un contexte économique défavorable, la consommation finale des ménages devrait progresser de 9,1%, suite à l'amélioration des revenus provenant des activités agricoles et aux efforts déployés par le gouvernement pour maintenir le pouvoir d'achat, à travers la réduction de l'impôt sur le revenu et la revalorisation des salaires. Pour sa part, la consommation finale des administrations publiques augmenterait de près de 5,5%.

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



Sources : HCB, OC, calculs et prévisions de BAM

1.3 Investissement

Au cours de l'année 2008, l'investissement a été marqué par un fort dynamisme attribuable à l'investissement public et privé. En nominal, sa croissance serait de l'ordre de 25%.

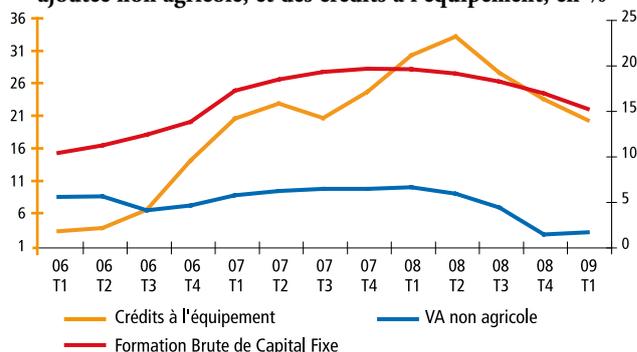
En 2009, ce rythme d'évolution devrait s'atténuer parallèlement à la décélération de l'investissement privé. En effet, la formation brute de capital fixe évoluerait, en nominal, de 11,5% contre 18,3% une année auparavant. Le ralentissement de l'investissement est confirmé par la stagnation des importations des produits finis d'équipement.

L'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib du premier trimestre 2009, révèle une appréciation défavorable du climat général des affaires. En effet, les réalisations d'investissement ont connu une baisse dans l'ensemble des secteurs, à l'exception des industries agro-alimentaires et des industries électriques et électroniques, où les professionnels ont indiqué respectivement une progression et une stabilité des investissements. A court terme, ils anticipent la poursuite de cette tendance baissière.

Concernant les investissements directs étrangers (IDE), les chiffres préliminaires de la balance des paiements de 2008 indiquent qu'ils ont accusé un repli de 28,7%. Les secteurs les plus affectés sont ceux du tourisme, de l'énergie et des mines et de l'industrie. Les investissements étrangers dans le secteur immobilier ont, par contre, progressé de 17,6%. Les dernières données disponibles, arrêtées à fin avril 2009, font état d'une baisse de 26,3% des IDE.

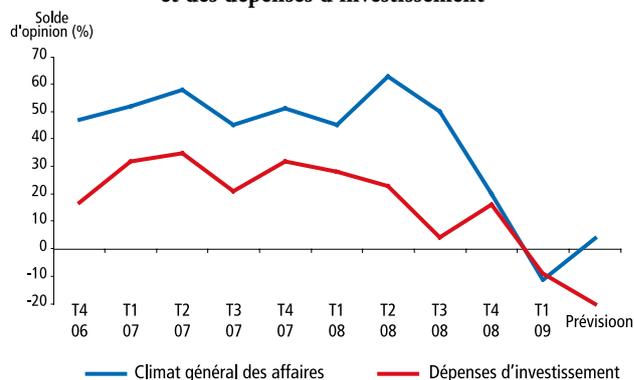
Au niveau du secteur public, les dépenses d'investissement du Trésor se sont élevées à 19,1 milliards de dirhams, à fin avril, soit une augmentation de 20,3% comparativement à la même période une année auparavant. Ces dépenses pourraient être renforcées à la faveur du redéploiement des dépenses prévues au titre de la compensation qui n'ont été exécutées qu'à hauteur de 6,4% du montant prévu pour l'ensemble de l'année.

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



Sources : HCB, OC, calculs et prévisions de BAM

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



Sources : Enquête de conjoncture dans l'industrie de BAM

1.4 Commerce extérieur

En 2008, la contribution du commerce extérieur à la croissance globale a été négative pour la deuxième année consécutive et ce, à hauteur de 5,3 points de pourcentage. Cette tendance devrait se poursuivre en 2009 mais à un degré moindre.

En effet, au terme des quatre premiers mois de l'année, la balance commerciale a dégagé un solde négatif de 46,7 milliards de dirhams, en amélioration de 6,5% contre une dégradation de 38,1% à l'issue de la même période de l'année précédente. Cette évolution est attribuable à une baisse des exportations, en valeur, de 30,7%, moins marquée que celle de 18,8% accusée par les importations. Le taux de couverture est ainsi revenu, en un an, de 51,2% à 43,7%.

La contraction des exportations résulte de la diminution des ventes de phosphates et dérivés de 61,6%, à la fois en volume et en valeur. Elle est également imputable à la régression des exportations hors phosphates et dérivés de 19,7% qui ont été impactées par le tassement de la demande étrangère. Ainsi, les exportations de matériel électrique et électronique, surtout celles de fils et câbles pour l'électricité, ont fortement baissé. De même, les expéditions de produits textiles et du cuir ont accusé une baisse, qui demeure toutefois moins marquée que celle des mois précédents, les exportations de vêtements confectionnés ayant connu un redressement en avril.

De même, selon les données de l'Etablissement autonome de contrôle et de coordination des exportations, arrêtées au 24 mai 2009, les exportations d'agrumes, qui ont connu une décélération de leur rythme de progression depuis novembre 2008, se sont établies à 469.145 tonnes, en baisse de 15%, tandis que celles de primeurs se sont stabilisées à 700.582 tonnes.

Le rythme de ralentissement de l'activité économique mondiale devrait diminuer à partir du second semestre 2009. Par conséquent, la baisse de la demande étrangère adressée au Maroc pourrait s'atténuer et donc ralentir le rythme de diminution des exportations.

Tableau 1.3 : Evolution, en glissement annuel, de la balance commerciale Janvier - Avril 2009

(En millions de dirhams)	J-A	J-A*	Variations	
	2008	2009	Montant	%
Exportations globales	52 370,1	36 314,7	-16 055,4	-30,7
Exportations de phosphates et dérivés	13 705,2	5 263,7	-8 441,5	-61,6
Exportations hors phosphates et dérivés	38 664,9	31 051,0	-7 613,9	-19,7
Vêtements confectionnés	6 711,0	6 788,6	+77,6	+1,2
Articles de bonneterie	2 326,5	2 300,4	-26,1	-1,1
Agurmes	1 733,9	1 236,0	-497,9	-28,7
Importations globales	102 349,9	83 063,9	-19 286,0	-18,8
Importations de produits énergétiques	21 623,6	13 746,1	-7 877,5	-36,4
Importations hors produits énergétiques	80 726,3	69 317,8	-11 408,5	-14,1
Produits alimentaires	12 287,1	9 164,1	-3 123,0	-25,4
Blé	6 084,5	2 725,0	-3 359,5	-55,2
Biens d'équipement	22 720,3	22 674,8	-45,5	-0,2
Biens de consommation	16 752,7	16 719,0	-33,7	-0,2
Solde commercial	-49 979,8	-46 749,2	+3 230,6	+6,5

* Données provisoires

Source : OC

Parallèlement, le repli des importations est imputable principalement à la chute des achats de produits énergétiques et des produits alimentaires, spécifiquement le blé.

L'allègement de la facture énergétique de 36,4% est principalement dû au repli de 64% de la valeur des importations de pétrole, pour une baisse de 27,9% en quantités importées, le prix moyen de la tonne importée s'est ainsi établi à 2642dh/tonne, au terme des quatre premiers mois de 2009, contre 5292dh/tonne sur la même période de l'année précédente. Les autres importations ont accusé un recul de 14,1% en liaison avec la diminution des achats de demi-produits, qui continuent de pâtir de la baisse de l'activité du secteur industriel. Les acquisitions de denrées alimentaires ont également régressé sous l'effet essentiellement de la décélération des approvisionnements de blé, en raison des bonnes performances de la campagne agricole 2008-2009. De même, les acquisitions de produits bruts se sont inscrites en baisse, suite à la chute des achats de soufre liée au recul de la production locale des dérivés du phosphate.

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

Selon les estimations de Bank Al-Maghrib, l'output gap global a enregistré des valeurs positives au cours du premier trimestre 2009, compte tenu de l'amélioration de la campagne agricole d'une année à l'autre. En revanche, l'output gap non agricole, davantage corrélé avec l'inflation, a affiché des valeurs globalement négatives depuis le quatrième trimestre 2008, impacté en cela par la baisse de la demande, notamment celle émanant de nos principaux partenaires commerciaux. Quant au taux d'utilisation des capacités de production, il demeure à un niveau moyen observé depuis le lancement de l'enquête mensuelle de conjoncture de BAM, en dépit du léger rebond constaté en avril. En matière d'emploi, le premier trimestre 2009 a été marqué par une stabilité du taux de chômage national en comparaison avec la même période de l'année précédente. Toutefois, le taux de chômage urbain a reculé de 0,6 point de pourcentage au cours du premier trimestre 2009, marquant une rupture de son évolution négativement corrélée avec celle de la croissance de l'activité non agricole qui a connu, quant à elle, un ralentissement. Le taux de chômage en milieu rural a progressé, en dépit de l'amélioration de l'activité agricole. Les principaux pourvoyeurs d'emploi restent toujours les secteurs du BTP et des services, alors que le secteur industriel a enregistré des pertes nettes d'emplois, en liaison avec la contraction des exportations. Quant aux indicateurs disponibles sur les salaires, ils indiquent une baisse en termes réels des salaires privés au cours des premier et deuxième trimestres 2009. Au total, l'ensemble de ces évolutions laisse globalement entrevoir la poursuite de la modération des pressions de la demande sur les prix au cours des prochains trimestres.

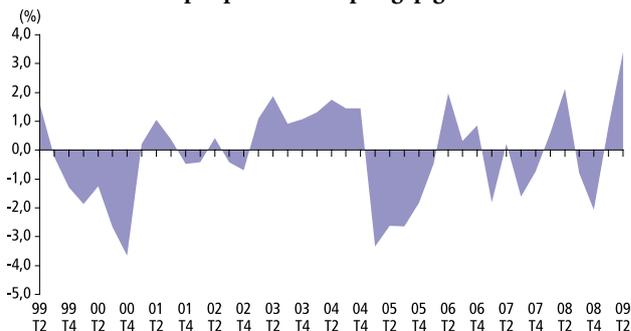
2.1 Tensions sur les capacités de production

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

Affecté par la récession dans les principaux pays partenaires européens, l'output gap non agricole a fait apparaître des valeurs globalement négatives depuis le quatrième trimestre 2008, tout en se situant à un niveau largement inférieur à celui des mêmes trimestres de l'année dernière. L'output-gap pondéré des principaux pays partenaires, qui semble influencer significativement la conjoncture nationale (graphique 2.2) devrait demeurer négatif durant les prochains trimestres (cf. chapitres 1 et 3), laissant ainsi entrevoir la continuité du ralentissement de l'activité économique non agricole au niveau national.

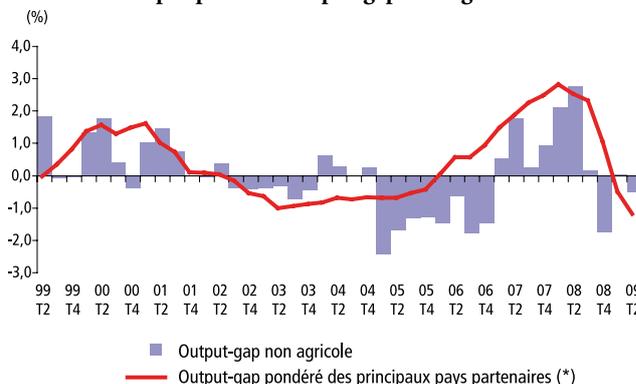
Les résultats de l'enquête mensuelle de BAM dans l'industrie, révèlent une régression du taux d'utilisation des capacités de production de trois points de pourcentage au premier trimestre 2009

Graphique 2.1 : Output-gap global



Sources : HCP, estimations de BAM

Graphique 2.2 : Output-gap non agricole



Sources : HCP, estimations de BAM

(1) Calculé sur la base des PIB des pays des 5 premiers partenaires économiques du Maroc pondérés par leurs poids respectifs dans les exportations totales du Maroc (voir Chapitre 6)

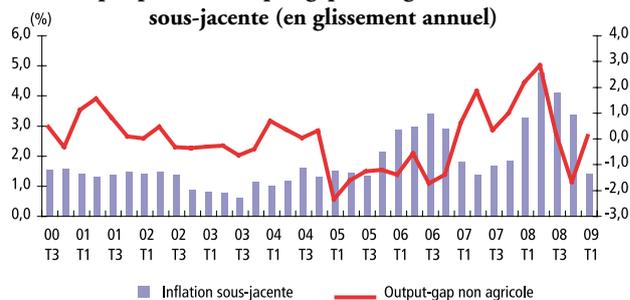
pour se situer à 65%, soit le plus bas niveau jamais atteint. Il a enregistré une hausse d'un point de pourcentage en avril par rapport à mars, tout en restant largement inférieur à son niveau moyen atteint depuis le lancement de l'enquête mensuelle de conjoncture de BAM. Sur le plan sectoriel, à l'exception des industries agro-alimentaires et des industries chimiques et parachimiques, où il a respectivement stagné et augmenté par rapport à mars 2009, le taux d'utilisation des capacités de production a baissé de 2 points de pourcentage dans les industries du textile et du cuir et les industries électriques et électroniques et d'un point de pourcentage dans les industries mécaniques et métallurgiques, en liaison principalement avec la contraction des exportations.

Pour sa part, la productivité apparente du travail dans les activités non agricoles a accusé une baisse au premier trimestre 2009, atteignant un niveau de 111,4. Ceci est attribuable à la hausse de l'emploi urbain à un rythme plus rapide que celui du PIB non agricole prévu par BAM pour le premier trimestre 2009.

Selon les résultats de l'enquête de conjoncture de BAM, le coût unitaire de production a augmenté au cours du premier trimestre 2009 par rapport au trimestre précédent, avec un solde d'opinion positif de 7%. Par composante, les coûts énergétiques et les coûts financiers ont augmenté avec des soldes d'opinion respectivement de 39% et de 29%, suivis par le niveau des salaires et les coûts des matières premières, autres que l'énergie, avec des soldes d'opinion respectivement de 16% et de 12%.

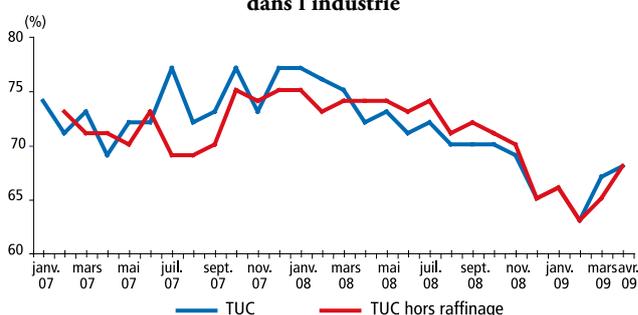
Au niveau sectoriel, les coûts financiers et énergétiques ont constitué les principales sources de l'augmentation du coût unitaire de production, particulièrement dans les industries du textile et cuir, les industries chimiques et parachimiques et les industries mécaniques et métallurgiques. Dans la branche des industries électriques et électroniques, le niveau des salaires et les coûts énergétiques ont représenté les deux facteurs essentiels.

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



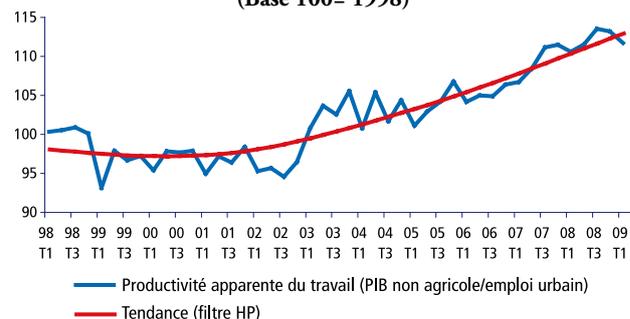
Sources : HCP, estimations de BAM

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



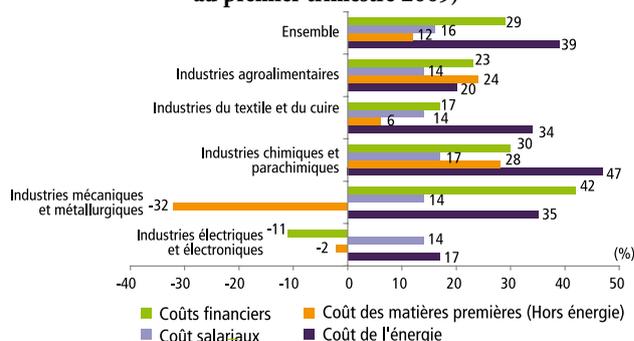
Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

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



Sources : HCP, estimations BAM

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



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

2.2 Tensions sur le marché du travail

Au premier trimestre 2009, la population active a atteint environ 11,32 millions de personnes, en légère hausse par rapport à la même période de l'année 2008, recouvrant une légère augmentation aussi bien dans le milieu urbain que rural. Cette évolution de la population active s'est traduite par un recul du taux d'activité de près de 0,7 point de pourcentage en glissement annuel pour se situer à 50,3%.

La population active occupée a progressé de 0,3% pour se situer à environ 10,23 millions d'individus au premier trimestre 2008. En revanche, le taux d'emploi a baissé de 0,7 point de pourcentage pour s'établir à 45,4%, en raison de la progression du nombre d'emplois à un rythme légèrement inférieur à celui de la population âgée de plus de quinze ans. Par milieu de résidence, le taux d'emploi a régressé aussi bien en milieu urbain qu'en milieu rural.

Dans ces conditions, le premier trimestre 2009 a été caractérisé par une stagnation du taux de chômage global à 9,6%. Toutefois, et malgré le ralentissement de l'activité non agricole, le taux de chômage urbain a enregistré une régression en revenant de 14,7% à 14,1%, marquant ainsi une rupture de corrélation avec la croissance non agricole. Quant au taux de chômage rural, il a connu une nette progression, passant de 4% à 4,7% et ce, en dépit de l'amélioration de l'activité agricole.

Par tranche d'âge, le taux de chômage en milieu urbain a accusé une baisse pour les classes 25-34 ans (-1,2 point de pourcentage), 35-44 ans (-0,7 point de pourcentage) et plus de 44 ans (-0,1 point de pourcentage). Par contre, la tranche de 15-24 ans a enregistré une hausse du taux de chômage qui est passé de 30,3% à 32% au premier trimestre 2009.

Au niveau sectoriel, les créations d'emploi ont concerné exclusivement le secteur des services avec 113.000 nouveaux emplois (+5,9%) et le secteur du bâtiment et travaux publics avec 53.000 emplois

Tableau 2.1 : Indicateurs trimestriels d'activité et de chômage par milieu de résidence ⁽¹⁾

En millions	T1 - 2008			T1 - 2009		
	Urbain	Rural	Ens.	Urbain	Rural	Ens.
Population active et emploi						
Population active ⁽²⁾	5,88	5,39	11,27	5,93	5,39	11,32
Taux d'activité (en%)	45,2	59,2	51	44,5	58,6	50,3
Population active occupée	5,02	5,17	10,19	5,09	5,13	10,23
Taux d'emploi (en%) ⁽³⁾	38,6	56,8	46,1	38,2	55,8	45,4
Chômage						
Population active en chômage	0,86	0,21	1,07	0,83	0,2	1,09
Taux de chômage (en%)	14,7	4	9,6	14,1	4,7	9,6
Selon le diplôme						
. Sans diplôme	8,3	2,5	4,7	8,3	3,1	5
. Ayant un diplôme	20,4	12,8	18,9	18,8	13,7	17,8

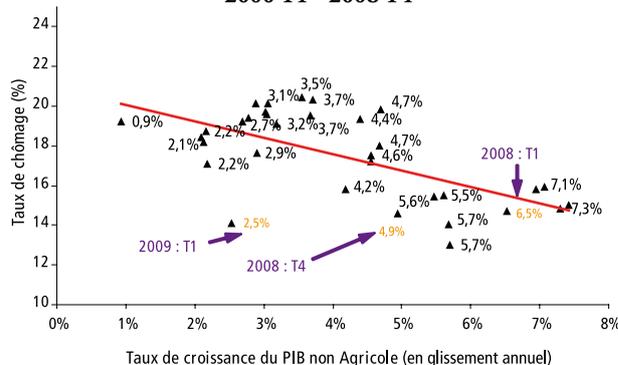
(1) Données redressées selon les nouvelles projections de la population

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

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

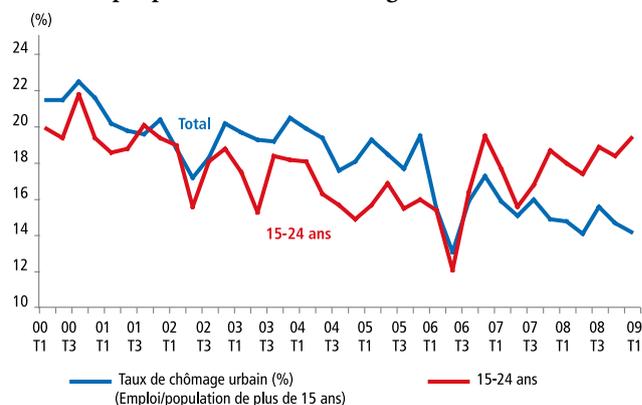
Source : HCP

Graphique 2.7 : Croissance non agricole et chômage urbain, 2000 T1 - 2008 T4



Source : HCP

Graphique 2.8 : Taux de chômage en milieu urbain



Source : HCP

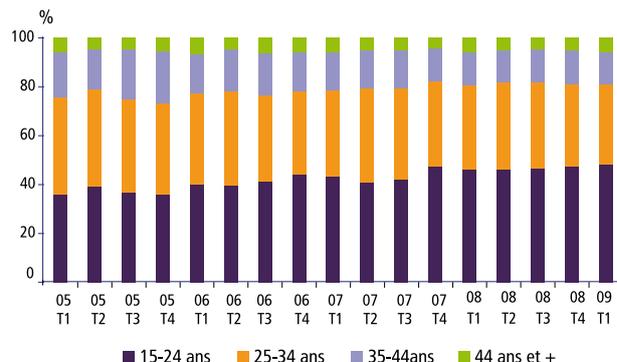
(+7,4%). Par contre, le ralentissement de l'activité non agricole s'est reflété sur l'emploi du secteur industriel qui a connu une perte nette de 60.000 postes. De même, le secteur «agriculture, forêt et pêche» a enregistré une perte nette d'emplois de 60.000 postes, l'effectif employé restant supérieur à celui du même trimestre de l'année dernière. En ce qui concerne les perspectives, les précipitations enregistrées durant la saison agricole 2008/2009 devraient stimuler la création d'emplois à partir du deuxième trimestre 2009.

L'impact de l'évolution défavorable de l'activité non-agricole sur l'emploi est également perceptible à travers les résultats de l'enquête de conjoncture de BAM relatifs au premier trimestre 2009. En effet, l'effectif employé dans le secteur industriel a reculé d'un trimestre à l'autre, avec un solde d'opinion négatif de 7%. Au niveau sectoriel, à l'exception des industries chimiques et parachimiques, où l'effectif est resté stable, toutes les branches ont connu une contraction des effectifs employés. À court terme, les professionnels anticipent une stabilité de l'effectif dans l'ensemble, avec toutefois des évolutions différentes sur le plan sectoriel.

S'agissant des salaires, les résultats de l'enquête de conjoncture de BAM dans l'industrie relatifs au quatrième trimestre 2008, indiquent une hausse du niveau des salaires (+16%). Quant à l'indice des salaires moyens trimestriels calculé par le HCP sur la base des données de la CNSS, il a enregistré durant le quatrième trimestre 2008 une hausse de 6,6% en glissement annuel. En termes réels, cet indice s'est accru de 2,6% en comparaison avec le même trimestre de l'année dernière.

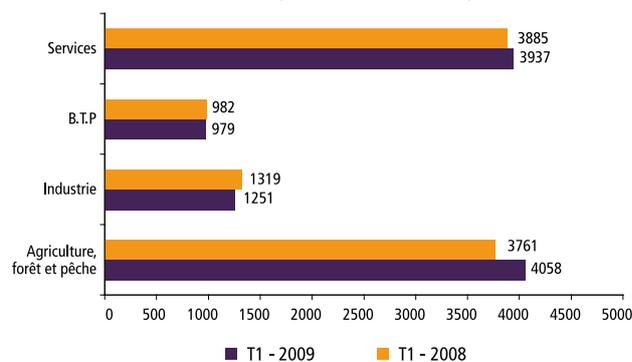
Quant au SMIG, il a connu une légère baisse en termes réels durant le premier et deuxième trimestre 2009, passant de 5,42 DH respectivement à 5,41 DH et à 5,36 DH. Toutefois, la deuxième tranche de la revalorisation du SMIG et des salaires dans la fonction publique devrait prendre effet à partir du mois de juillet 2009. Ainsi, le salaire horaire minimum des ouvriers et employés de l'industrie, du commerce et des professions

Graphique 2.9 : Evolution de la structure du chômage par âge



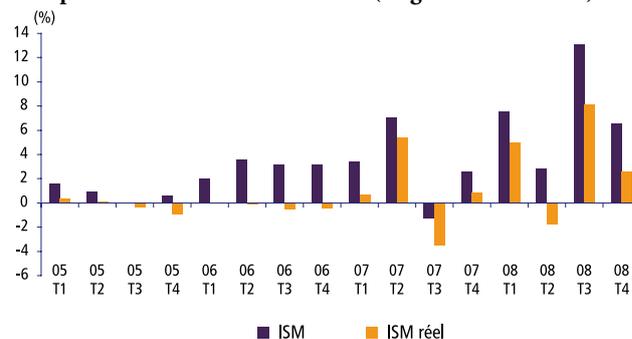
Source : HCP

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



Sources : HCP, estimations de BAM

Graphique 2.11 : Indice des salaires moyens dans le secteur privé en termes nominal et réel (en glissement annuel)

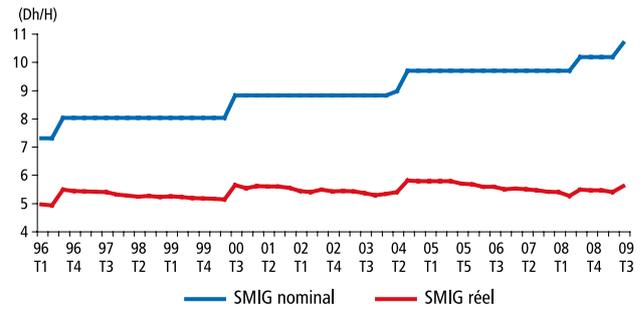


Sources : HCP, estimations de BAM

libérales devra augmenter de 5% à partir du troisième trimestre 2009 pour passer de 10,14 DH à 10,64 DH.

L'ensemble de ces évolutions laisse entrevoir la poursuite de la modération des pressions de la demande sur les prix au cours des prochains trimestres.

Graphique 2.12 : SMIG trimestriel en termes nominal et réel



Sources : Ministère de l'emploi et calculs de BAM

3. ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL ET PRIX À L'IMPORTATION

L'environnement international demeure caractérisé par une contraction sévère de l'activité qui touche la plupart des économies développées et émergentes, ainsi que par une volatilité importante des cours des matières premières, qui ont connu une hausse au cours de la période récente, mais dont le niveau reste largement inférieur aux pics atteints en 2008. Dans ces conditions, l'inflation dans les principaux pays développés et émergents s'est de nouveau inscrite en baisse en avril 2009 et ce mouvement de désinflation devrait se poursuivre durant les prochains trimestres. Au niveau des conditions financières, le contexte international reste toujours marqué par une instabilité des marchés quoiqu'une phase de reprise ait été amorcée au cours des derniers mois sous l'effet des mesures conventionnelles et non conventionnelles prises par les principales banques centrales. En dépit de ces mesures, la contraction de l'activité économique, notamment dans les pays industrialisés, devrait se poursuivre au cours de l'année 2009, avant une légère reprise en 2010. L'output gap des principaux partenaires commerciaux du Maroc devrait ainsi demeurer négatif sur cette période, ce qui indique la poursuite prévisible du tassement de la demande étrangère adressée à l'économie nationale. Les prix à l'importation, qui constituent un canal important de propagation des chocs externes vers l'économie nationale, affichent en avril une hausse de 3,6% par rapport au mois précédent mais demeurent, en moyenne sur les quatre premiers mois, inférieurs de 9,2% à leurs niveaux observés au cours de la même période de l'année précédente. Au total, les différents indicateurs de l'environnement international font ressortir la poursuite de la détente des tensions inflationnistes d'origine externe durant les prochains trimestres. Néanmoins, l'amorce d'un mouvement haussier des prix de certaines matières premières, durant les derniers mois, représente un facteur de risque.

3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde

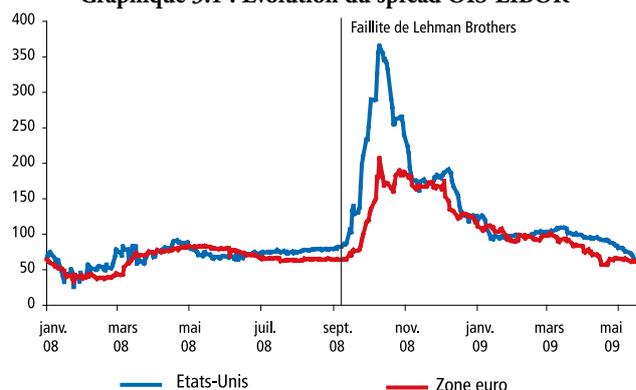
Les conditions financières indiquent des premiers signes de stabilisation, laissant augurer une potentielle reprise économique à terme. Les dernières données disponibles et les prévisions à court terme indiquent toutefois que la conjoncture économique internationale reste marquée par les effets récessifs de la crise.

3.1.1 Conditions financières

Au niveau du marché interbancaire, les assouplissements monétaires massifs opérés ont permis une modération aux Etats-Unis et dans la zone euro de l'écart entre le taux interbancaire à trois mois et le taux des swaps indiciels de même échéance (spread OIS-LIBOR). Ce spread est revenu de son pic de 200 points de base en octobre 2008 à un niveau proche de 100 points de base, mais encore largement supérieur à sa moyenne de 10 points de base enregistrée en 2006.

La même évolution a été observée sur les marchés de la dette où les spreads se sont sensiblement réduits sous l'effet de la baisse des rendements des emprunts d'Etat à court terme. Ces derniers ont

Graphique 3.1 : Evolution du spread OIS-LIBOR*



Source : Datastream

* Ecart entre le taux interbancaire Libor à 3 mois et le taux des swaps au jour le jour indiciel

Graphique 3.2 : Evolution du TED spread*



Source : Datastream

* Ecart entre le taux d'un emprunt émis par le trésor américain à 3 mois et le taux Libor de même échéance

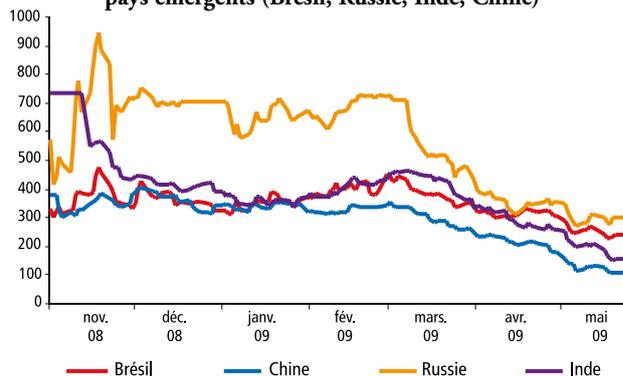
nettement reculé en lien avec les réductions de taux opérées par les banques centrales mais également avec leurs programmes de rachat de titres publics. Cette évolution n'a cependant pas été observée pour toutes les maturités, les rendements des emprunts de long terme continuant à s'inscrire dans une tendance haussière.

Les conditions de financement des économies émergentes se sont également améliorées. Alors que les primes d'assurance contre le risque de défaut de la dette souveraine (Crédit Default Swaps CDS) étaient montées en flèche en fin 2008, elles sont revenues à des niveaux largement inférieurs, traduisant ainsi une amélioration de la confiance des investisseurs.

De même, la reprise a commencé à se refléter au niveau des marchés boursiers. Une nette orientation à la hausse s'est amorcée au cours des deux derniers mois, où les indices boursiers des économies développées ont crû à un rythme mensuel variant de 3% à 16% et ceux des économies émergentes à un rythme de 13%. Mais une certaine incertitude demeure, en liaison principalement avec la forte volatilité des cours à très court terme ainsi qu'avec les risques entourant le redressement prévisible des fondamentaux économiques.

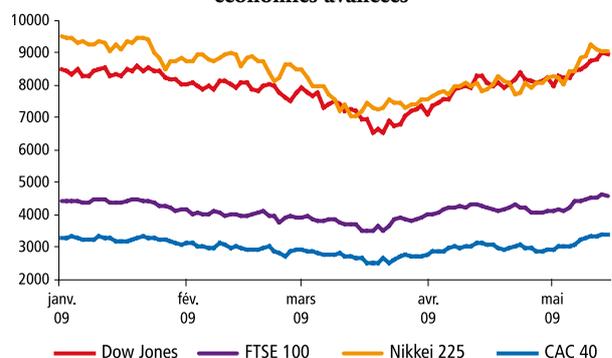
Pour leur part, les marchés du crédit n'ont pas connu de reprise marquée depuis le début de l'année. Cette situation a été particulièrement observée aux Etats-Unis où le taux de croissance des prêts à la consommation a été inférieur à 1% sur les quatre premiers mois comparativement à la moyenne de 5,5% enregistrée au cours des mêmes mois de l'année précédente. Dans la zone euro, les crédits ont crû de 4,7% en moyenne sur la période contre 11% un an auparavant. Cette évolution reflète à la fois des facteurs d'offre et de demande. En effet, les difficultés du système bancaire ont impliqué des contraintes pour l'offre de crédit, les banques cherchant prioritairement à assainir leurs bilans. Par ailleurs, la faible croissance du crédit est aussi imputable au recul de la demande dans un contexte d'affaiblissement de l'économie.

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



Source : Datastream

Graphique 3.4 Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



Source : Datastream

Graphique 3.5 Evolution de l'indice MSCI EM*



Source : Datastream

* 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).

3.1.2 Activité économique dans le monde

L'économie mondiale devrait rester caractérisée en 2009, par une récession dans la majorité des pays industrialisés et émergents. Cette évolution a été confirmée à nouveau par les projections d'avril 2009 du Fonds monétaire international, qui laissent entrevoir une contraction du PIB mondial de 1,3% en 2009, au lieu d'une hausse de 0,5% prévue en janvier dernier. Cependant, le PIB mondial devrait renouer avec la croissance en 2010 après une atténuation de la contraction de l'activité au second semestre de 2009. Cette reprise reste toutefois tributaire de l'efficacité des efforts d'assainissement du secteur financier et du soutien des politiques macroéconomiques à l'activité, notamment dans les pays avancés.

Dans la zone euro, la baisse du PIB devrait atteindre 4,2% en 2009, avant de revenir à 0,4% en 2010, avec notamment une contraction du PIB français de 3%, suivie d'une légère hausse de 0,4%. Dans les pays émergents, notamment en Chine et en Inde, la croissance serait de 6,5% et de 4,5% respectivement en 2009 et atteindrait 7,5% et 5,6% en 2010. En revanche, le Brésil et la Russie ne devraient enregistrer qu'une croissance modérée en 2010, après une contraction en 2009.

Le dernier rapport intermédiaire sur les perspectives économiques de l'OCDE prévoit une contraction de 2,8% de la croissance de l'économie mondiale en 2009, au lieu d'une hausse de 1,1% prévue en novembre dernier par l'institution. Cette contraction reste sensiblement plus importante que celles de 1,3% et de 1,7% prévues respectivement par le FMI et la Banque mondiale.

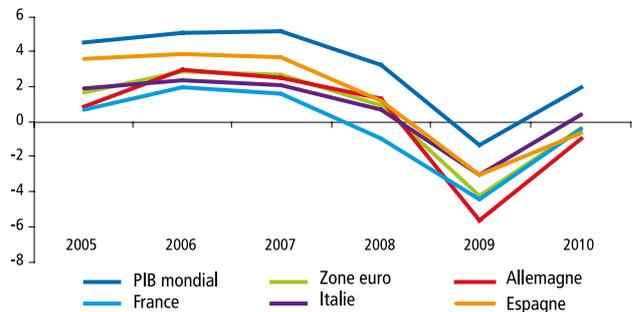
Par ailleurs, afin d'améliorer le suivi des répercussions de la conjoncture internationale sur l'économie marocaine, Bank Al-Maghrib a constitué un indicateur de la demande étrangère, sous la forme d'un indice pondéré de l'output gap de nos principaux partenaires commerciaux. Selon les dernières données disponibles, cet indicateur demeurerait négatif durant les prochains trimestres.

Tableau 3.1 : Prédiction de croissance dans le monde

	FMI			Banque Mondiale		OCDE	
	2008	2009	2010	2009	2010	2009	2010
PIB mondial	3,2	-1,3	1,9	-1,7	2,3	-2,8	-
Etats-Unis	1,1	-2,8	0,0	-2,4	2,0	-4,0	0,0
Zone euro	0,9	-4,2	-0,4	-2,7	0,9	-4,1	-0,3
Allemagne	1,3	-5,6	-1,0	-	-	-5,3	0,2
France	0,7	-3,0	0,4	-	-	-3,3	-0,1
Italie	-1,0	-4,4	-0,4	-	-	-4,3	-0,4
Espagne	1,2	-3,0	-0,7	-	-	3,7	1,2
Royaume Uni	0,7	-4,1	-0,4	-	-	-3,7	-0,2
Chine	9,0	6,5	7,5	6,5	7,5	6,3	8,5
Inde	7,3	4,5	5,6	4,0	7,0	4,3	5,8
Brésil	5,1	-1,3	2,2	0,5	3,2	-0,3	3,8
Russie	5,6	-6,0	0,5	-4,5	0,0	-5,6	0,7

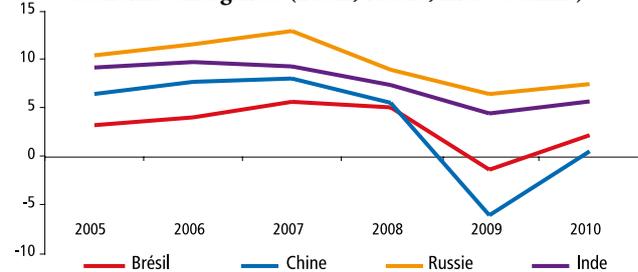
Sources : FMI, Banque mondiale et OCDE.

Graphique 3.6 : Evolution du PIB, en %, dans les économies avancées



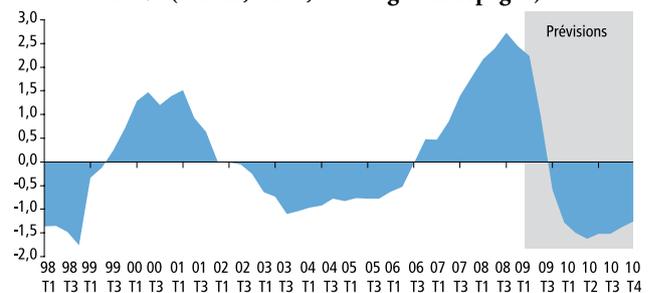
Source : FMI

Graphique 3.7 : Evolution du PIB, en %, dans les économies émergentes (Brésil, Russie, Inde et Chine)



Source : FMI

Graphique 3.8 : Output-gap des principaux pays partenaires en % (France, Italie, Allemagne et Espagne)



Sources : Commission européenne et calculs BAM

3.2 Inflation dans le monde

Dans un contexte international marqué par une récession prolongée, l'inflation mondiale a marqué une nouvelle décélération. Les données préliminaires publiées par Eurostat indiquent une nette baisse de l'inflation en mai 2009 dans la zone euro, devenue nulle après un taux de 0,6% atteint le mois précédent.

Les données d'avril 2009, quant à elles, indiquent qu'à l'exception de l'Allemagne, où l'inflation a atteint 0,8% après 0,4% le mois précédent, la baisse des tensions inflationnistes observée depuis août dernier s'est poursuivie dans les principaux pays développés et émergents, notamment en Chine (Voir tableau 3.2).

Cette atténuation des tensions inflationnistes a été consécutive au net repli des cours internationaux des matières premières tant en glissement annuel que par rapport aux pics atteints en milieu d'année 2008, notamment le pétrole. Elle a résulté également, de la récession qui a réduit significativement la demande de plusieurs catégories de biens et services.

En ce qui concerne les perspectives d'évolution de l'inflation, d'après les prévisions d'avril 2009 du FMI, elles seraient marquées par la modération des tensions à la hausse aussi bien dans les pays avancés que dans les pays émergents et en développement (Voir tableau 3.2).

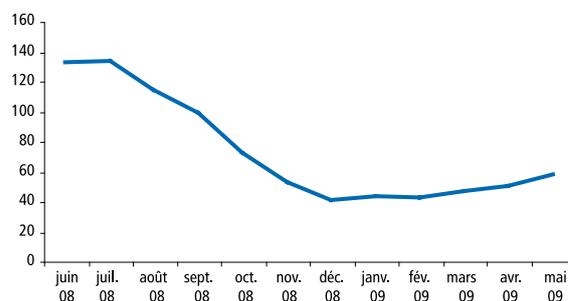
A plus long terme, les incertitudes demeurent, quant aux effets inflationnistes des politiques monétaires accommodantes et des relances budgétaires opérées dans la majorité des pays industrialisés et émergents.

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

	2008	2009	2009	Prévisions	
	avril	mars	avril	2009	2010
Etats-Unis	4,0	-0,4	-0,7	-0,9	-0,1
Zone euro*	3,3	0,6	0,6	0,4	0,6
Allemagne	3,0	0,4	0,8	0,1	-0,4
France	3,2	0,4	0,1	0,5	1,0
Espagne	4,4	-0,1	-0,2	0,0	0,9
Italie	1,1	1,1	1,1	0,7	0,6
Japon	1,0	-0,3	-	-1,0	-0,6
Chine	0,8	-1,2	-1,5	0,1	0,7

(*) Indices harmonisés
Sources : FMI, Eurostat

Graphique 3.9 : Cours mondial du Brent, en dollar



Source : Datastream

3.3 Prix du pétrole

En mai 2009, les prix du pétrole ont connu une nouvelle hausse pour s'établir à 58,2 dollars le baril après avoir atteint 50,3 dollars le baril le mois précédent, en relation avec l'affaiblissement du dollar américain, la progression de la demande pétrolière chinoise, la baisse des stocks de brut aux Etats-Unis et l'accroissement des achats par les fonds spéculatifs portés par des signes de reprise de la conjoncture boursière.

En moyenne, sur les cinq premiers mois de l'année 2009, les cours du pétrole ont atteint 48,1 dollars le baril au lieu de 103,5 dollars la même période de l'année précédente, soit un repli de plus de la moitié.

Selon les projections économiques mondiales d'avril 2009 du Fonds monétaire international, le prix moyen du pétrole a été revu à la hausse à 52 dollars le baril pour 2009, contre 50 dollars prévu en janvier.

Pour l'année 2010, le prix du pétrole serait de 62,5 dollars le baril, toujours selon les projections d'avril 2009 du FMI, après 60 dollars prévu en janvier.

S'agissant des projections du prix du pétrole de l'Agence internationale de l'énergie, elles font ressortir un cours moyen du pétrole à 53 dollars le baril en 2009. Sur le marché des futures, le prix du pétrole s'établirait en moyenne à 67,1 dollars le baril en 2009 et à 77,5 dollars le baril en 2010 (voir tableau 3.3).

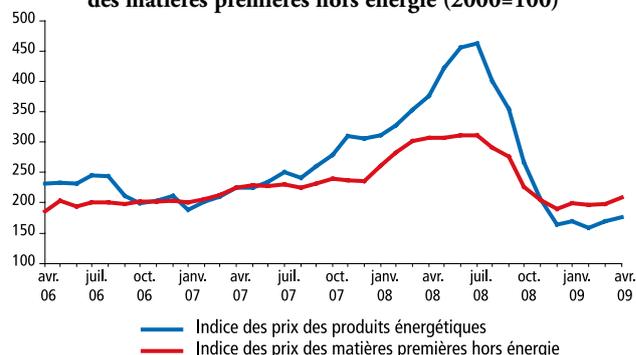
Globalement, les prévisions de croissance du marché pétrolier mondial dépendent des évolutions de la conjoncture économique et financière internationale et de son impact sur la consommation en produits énergétiques. Les incertitudes les entourant ont également trait aux fluctuations du dollar, aux effets des opérations spéculatives ainsi qu'à ceux des anticipations relatives à la reprise de la demande.

Tableau 3.3 : Prix du Brent sur le marché des futures (en dollars US)

T2 2009	T3 2009	T4 2009	T1 2010	Année 2009	Année 2010
56,9	73,5	74,4	75,9	67,1	77,5

Source : Bloomberg

Graphique 3.10 : Indice des prix des produits énergétiques et des matières premières hors énergie (2000=100)



Source : Banque Mondiale

3.4 Prix des matières premières

Les cours des matières premières hors énergie ont poursuivi, durant le mois de mai, leur hausse entamée depuis le mois de mars 2009. Cette évolution est liée au regain de la prise de risque par les investisseurs notamment les « hedge funds » sur ces produits, anticipant une reprise de la demande mondiale, ainsi qu'à la dépréciation du dollar face aux autres principales devises.

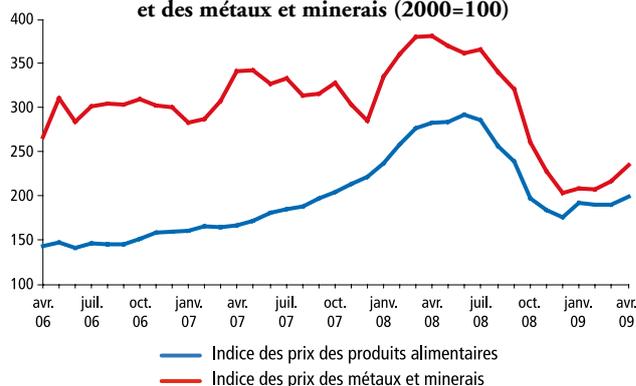
L'indice des prix des matières premières hors énergie¹ a augmenté de 4,6% au mois de mai, par rapport au mois précédent. Cependant, comparativement à la même période de 2008, il a enregistré une baisse de 30%.

La hausse observée en mai a concerné l'indice des produits alimentaires qui s'est accru de 8%, en liaison avec l'augmentation des investissements sur les marchés des matières premières agricoles et avec les conditions climatiques défavorables qui ont touché les principales régions productrices depuis le début de l'année. Ainsi, les cours du maïs et du blé ont enregistré des hausses respectives de 6,8% et 12%, en rythme mensuel. De même, les cours du sucre ont augmenté de 17,5%.

L'indice des prix des produits miniers a également marqué une hausse de 2,9%. Cet accroissement est principalement lié aux achats massifs par la Chine des métaux de base, dans le but de reconstituer ses stocks en métaux non ferreux, et à la réduction par les principaux fournisseurs mondiaux de la production de ces métaux. Ainsi, les cours du cuivre, du zinc et du plomb ont enregistré des hausses respectives de 3,7%, de 7,6% et de 4,1% au mois de mai par rapport au mois précédent.

Généralement, les projections tablent sur une baisse variant de 23% à 29% des cours des matières premières hors énergie en 2009 avec une reprise de l'ordre de 7% à partir de 2010. Toutefois, des pressions haussières, provenant notamment du resserrement des conditions de l'offre de certains

Graphique 3.11 : Indice des prix des produits alimentaires et des métaux et minerais (2000=100)



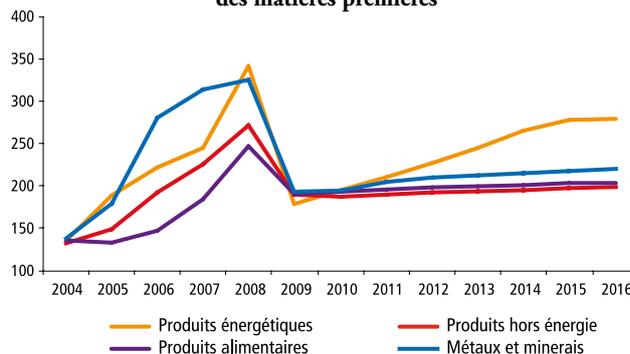
Source : Banque Mondiale

Tableau 3.4 : Prix du blé sur le marché des futures et prévisions

Blé (Cts/b.u.)	T2 2009	T3 2009	T4 2009	T1 2010	2009
Futures	566,66	651,84	684,00	677,25	555,95
Prévisions	590,00	602,50	650,00	721,28	612,00

Source : Bloomberg

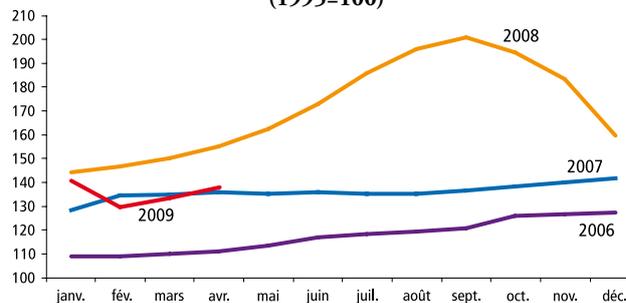
Graphique 3.12 : Perspectives* d'évolution des indices des prix des matières premières



* Actualisées le 15 mai 2009

Source : Banque Mondiale

Graphique 3.13 : Indice des prix à l'import hors énergie (1995=100)



Sources : OC et calculs de BAM

¹Indice calculé par la Banque mondiale sur la base des cours des matières premières dans les pays en développement.

produits, plus particulièrement les produits alimentaires, pèseraient sur le niveau des prix durant le reste de l'année 2009. Ainsi, les cours des produits alimentaires seraient essentiellement impactés par la poursuite de la réduction de la production mondiale et donc d'un niveau des stocks qui risquerait de s'affaiblir davantage au cours des prochains mois. L'évolution des futures du blé (tableau 3.4) durant les prochains trimestres confirme cette tendance haussière prévue pour le cours du blé mais aussi pour le reste des céréales.

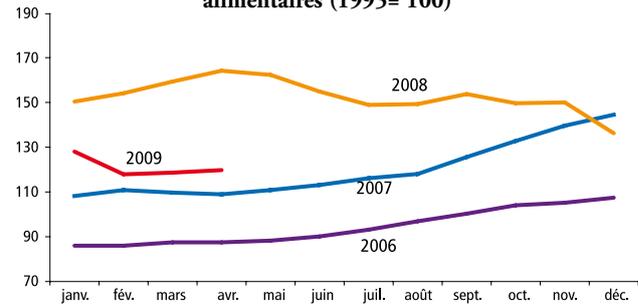
Concernant les cours des métaux, leur évolution se caractériserait par une grande volatilité et resterait liée en grande partie à la conjoncture internationale. Cependant, le niveau des provisions de métaux serait en nette baisse durant les prochains mois, les prix étant en dessous des coûts marginaux de production et la poursuite du resserrement des conditions d'accès au crédit inciteraient les producteurs à poursuivre la baisse aussi bien de la production que des investissements.

3.5 Indice des valeurs unitaires à l'importation du Maroc

Parallèlement aux évolutions observées sur les marchés internationaux, les dernières données disponibles indiquent une hausse mensuelle de 3,6% après celle de 2,7% enregistrée en mars de l'indice des prix à l'importation (IPM) hors énergie. Cette évolution recouvre une hausse de l'IPM des produits alimentaires et une baisse de celui des produits miniers ainsi que de celui des demi-produits. Hors énergie, l'IPM reste toutefois inférieur de 11,1% au niveau observé en avril 2008.

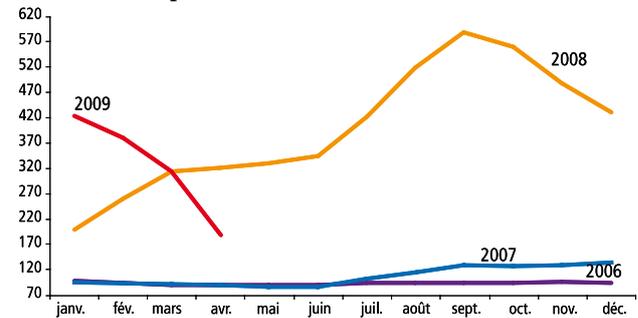
L'IPM des produits alimentaires a connu une hausse mensuelle de 1% en avril 2009, tirée par une légère progression des prix à l'importation du blé, dont le cours a marqué une augmentation sur les marchés des matières premières mondiaux (section 3.3). De même, les prix à l'importation du beurre ont été marqués par un net accroissement au cours du même mois.

Graphique 3.14 : Indice des prix à l'import des produits alimentaires (1995= 100)



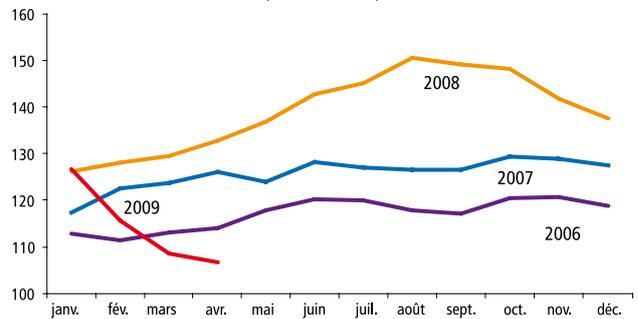
Sources : OC et calculs BAM

Graphique 3.15 : Indice des prix à l'import des matières premières minières (1995= 100)



Sources : OC et calculs BAM

Graphique 3.16 : Indice des prix à l'import des demi-produits (1995= 100)



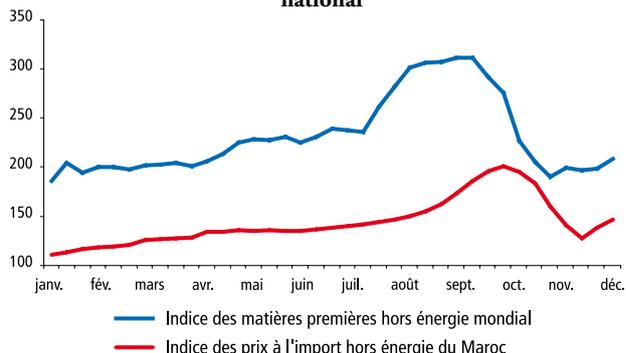
Sources : OC et calculs BAM

Inversement, l'IPM des produits miniers a accusé une contraction mensuelle de 39,6% au mois d'avril 2009, plus marquée que celle de 17,5% observée en mars. Cette évolution est liée notamment à la forte baisse du prix à l'importation du soufre, dont la demande est étroitement liée à celle de la production des dérivés du phosphate. De même, les prix à l'importation du cuivre et du fer ont enregistré des baisses notables d'un mois à l'autre.

L'IPM des demi-produits a diminué de 1,5% au mois d'avril par rapport au mois précédent, en liaison avec la baisse de l'activité industrielle notamment des industries de transformation, principale source de la demande sur ces produits.

Au terme du mois d'avril, l'évolution des IPM hors énergie semble refléter la hausse des cours mondiaux des matières premières hors énergie. Au regard de l'évolution prévisible des cours des matières premières au niveau international, l'IPM hors énergie connaîtrait de nouvelles hausses, tout en demeurant inférieur aux niveaux atteints au cours de l'exercice précédent.

Graphique 3.17 : Evolution de l'indice des prix des matières premières hors énergie mondial et de l'IPM hors énergie national



Sources : Banque mondiale, OC et calculs BAM

4. CONDITIONS MONÉTAIRES ET PRIX DES ACTIFS

Les dernières données disponibles à fin avril relatives aux conditions monétaires font ressortir des évolutions favorables tant au regard des risques inflationnistes que du fonctionnement des marchés monétaire et financier domestiques. Au niveau de la création monétaire, le ralentissement de son rythme s'est confirmé en avril, la hausse annuelle de l'agrégat monétaire M3 s'étant établie à 9,2%, après avoir atteint 12,4% au troisième trimestre de l'année 2008 et s'être stabilisée autour de 10,5% au cours des deux derniers trimestres. Pour sa part, le marché monétaire continue de fonctionner normalement avec un volume des échanges de 2,7 milliards en moyenne au cours des cinq premiers mois, en augmentation de 4% par rapport au dernier trimestre 2008. De son côté, la progression du crédit qui s'est établie à 18% en avril, demeure dynamique et ce, en dépit de la décélération graduelle observée depuis le troisième trimestre 2008. Concernant les taux débiteurs, les résultats de l'enquête trimestrielle de Bank Al-Maghrib, relatifs au premier trimestre 2009, font ressortir un accroissement du taux moyen pondéré, tiré principalement par l'évolution des taux assortissant les facilités de trésorerie. Quant aux taux créditeurs, la baisse observée au premier trimestre 2009 s'est accentuée en avril, parallèlement au fléchissement du taux interbancaire lui-même imputable, en partie, à la réduction du taux directeur décidée par le Conseil de la Banque lors de sa réunion du 24 mars 2009. S'agissant des indices boursiers, ils se sont dépréciés au terme du premier trimestre 2009, avant de connaître un redressement à partir du 22 mai, tandis que les prix des actifs immobiliers ont poursuivi leur ralentissement. Le dirham a, quant à lui, connu une quasi-stabilité par rapport à l'euro et s'est, en revanche, légèrement déprécié vis-à-vis du dollar américain.

4.1 Conditions monétaires

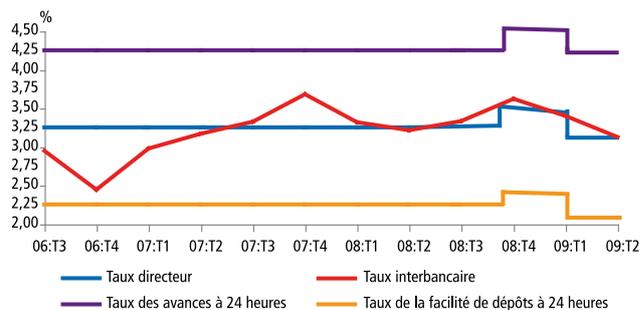
4.1.1 Taux d'intérêt

Le Conseil de Bank Al-Maghrib a décidé, lors de sa dernière réunion du 24 mars 2009, de réduire le taux directeur de 25 points de base, le ramenant à 3,25%. Suite à cette décision, le corridor délimitant l'évolution du taux interbancaire s'est trouvé modifié de façon symétrique, les taux des facilités permanentes d'avances et de dépôts s'établissant désormais à 4,25% et à 2,25% respectivement.

Dans ce contexte, le taux interbancaire est revenu à 3,40% au cours du premier trimestre 2009, après 3,53% à fin 2008. Par ailleurs, au cours des mois d'avril et de mai, il a connu une nouvelle baisse consécutivement à la réduction du taux directeur, se situant en moyenne à 3,17%.

Parallèlement, les taux des bons du Trésor à court terme émis sur le marché primaire, les plus corrélés avec l'évolution du taux interbancaire, ont poursuivi leur recul entamé depuis le début de l'année, avec une baisse plus marquée en avril et mai. De même, les taux à moyen terme se sont, dans l'ensemble, inscrits en repli, après

Graphique 4.1 : Evolution du taux interbancaire*

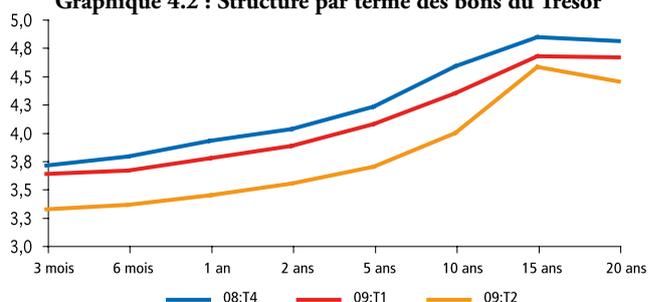


*L'observation du deuxième trimestre correspond à la moyenne quotidienne de la période allant du 1er avril au 31 mai 2009.

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

	2007		2008			2009	
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	avril
13 semaines	3,63	3,58	3,41	3,42	3,69	-	-
26 semaines	3,58	3,59	-	-	3,77	3,65	3,29
52 semaines	3,55	3,62	3,53	3,51	3,84	3,75	3,34
2 ans	3,58	3,68	-	-	-	3,9	-
5 ans	4	3,85	-	3,75	3,99	4,05	3,76

Graphique 4.2 : Structure par terme des bons du Trésor



le rebond enregistré le trimestre précédent. La même évolution a été observée sur le marché secondaire au niveau des maturités à moyen et long termes. Sur ce compartiment, la décreue des rendements, entamée depuis le début de l'année, a été plus prononcée entre avril et mai, les taux sur ces maturités s'établissant à des niveaux inférieurs à ceux constatés au cours du dernier trimestre 2008.

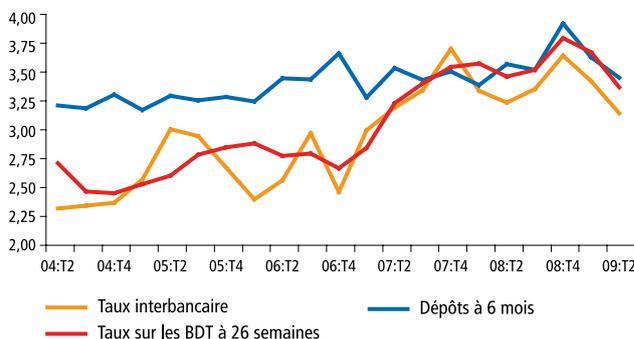
Globalement, l'évolution récente des taux d'intérêt laisse entrevoir une amélioration de la transmission des décisions de politique monétaire et ce, en raison notamment de la résorption, depuis 2007, des excédents de liquidité qui ont longuement persisté sur le marché monétaire.

Tableau 4.2 : Taux créditeurs* (placements à terme)

	2007		2008			2009	
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	avril
6 mois	3,49	3,37	3,55	3,5	3,9	3,61	3,43
12 mois	3,71	3,71	3,82	3,89	4,23	3,91	3,91
Moyenne pondérée	3,62	3,56	3,72	3,77	4,13	3,78	3,72

* Les données trimestrielles sont des moyennes simples des données mensuelles

Graphique 4.3 : Evolution du taux des dépôts à 6 mois et celui sur les bons du Trésor à 26 semaines (en %)

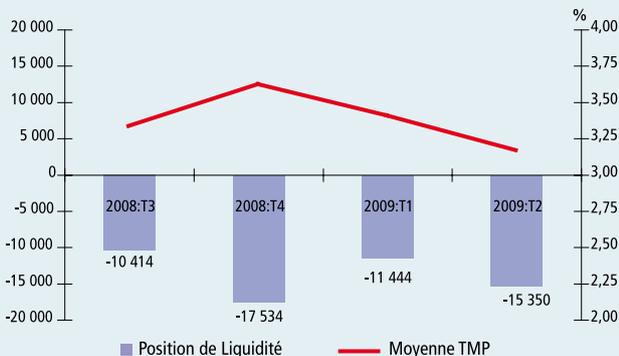


Encadré 4.1 : Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire

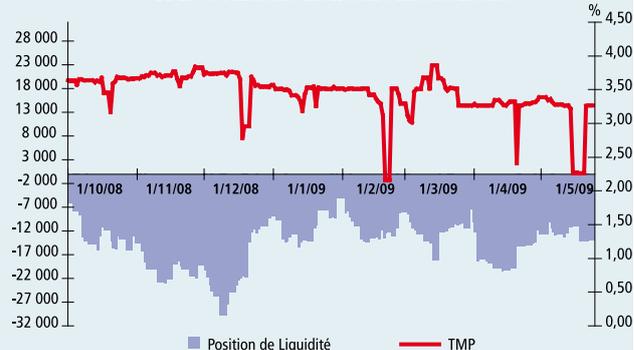
Au cours du premier trimestre de l'année 2009, l'insuffisance des trésoreries bancaires s'est partiellement résorbée principalement en raison de la décision de réduction du ratio de la réserve obligatoire de 3 points de pourcentage, prise par le Conseil de Bank Al-Maghrib lors de sa réunion du 23 décembre 2008, qui a induit une injection de liquidité globale de 10,4 milliards de dirhams (7,5 milliards le 21 décembre 2008 et 2,9 milliards le 21 janvier 2009). En conséquence, l'insuffisance moyenne des trésoreries bancaires est passée 17,5 milliards en T4 2008 à 11,4 milliards en T1 2009.

Néanmoins, l'incidence restrictive des facteurs autonomes au cours du premier trimestre 2009 a partiellement compensé l'effet de la baisse du niveau des réserves obligatoires. En effet, les opérations du Trésor ont été à l'origine d'une ponction de liquidité de 8,3 milliards de dirhams, notamment en raison des levées du Trésor sur le marché des adjudications ainsi que de la perception d'une partie du premier acompte de l'IS au titre de l'année 2009.

Graphique E 4.1.1 : Evolutions de la position de liquidité (millions de DH) et du TMP (%) en moyenne trimestrielle



Graphique E 4.1.2 : Position de liquidité (millions de DH) et TMP du marché monétaire interbancaire

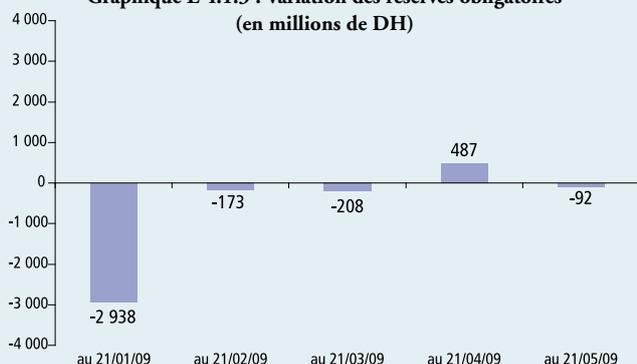


En revanche, les opérations sur avoirs extérieurs ont induit une injection de liquidité de 2,7 milliards de dirhams. Les opérations d'achats de devises par les banques commerciales, en net ralentissement par rapport au trimestre précédent, ont totalisé 3,1 milliards de dirhams alors que les cessions de billets de banque étrangers ont atteint 5,8 milliards de dirhams. Par ailleurs, le reflux de la monnaie fiduciaire, consécutif aux importants retraits accompagnant les périodes de fin d'année et de fête religieuse a atteint 2,1 milliards de dirhams.

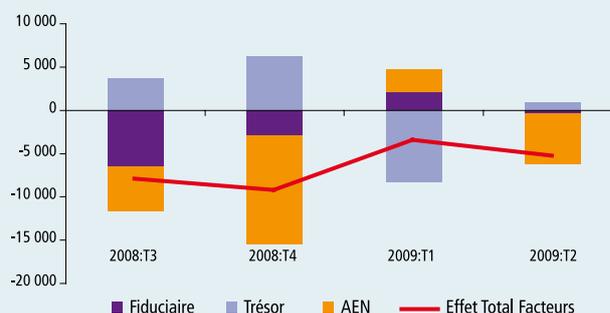
Globalement, les facteurs autonomes ont exercé un effet restrictif de 3,5 milliards de dirhams sur les trésoreries bancaires.

Au cours du deuxième trimestre de l'année 2009, l'insuffisance moyenne des trésoreries bancaires s'est accentuée passant de 11,4 milliards en T1 2009 à 15,4 milliards en T2 2009, principalement en raison de l'évolution restrictive des facteurs autonomes. L'augmentation du minimum requis au titre de la réserve obligatoire, d'un montant global de 395 millions de dirhams, a marginalement affecté les trésoreries bancaires au cours de ce trimestre.

Graphique E 4.1.3 : Variation des réserves obligatoires (en millions de DH)



Graphique E 4.1.4 : Evolution de l'effet des facteurs de liquidité (en millions de dirhams)



Les opérations sur avoirs extérieurs ont induit une ponction de liquidité de 5,9 milliards de dirhams, principalement en raison de l'accélération des achats de devises qui ont totalisé 9,8 milliards de dirhams, en contexte d'augmentation de la volatilité des marchés internationaux et compte tenu des opérations de couverture des importations et de conversion de dividendes. En revanche, les cessions de billets de banque étrangers ont atteint 3,9 milliards de dirhams.

Au cours de ce trimestre, la circulation de la monnaie fiduciaire a exercé une incidence restrictive de 332 millions de dirhams sur les trésoreries bancaires, principalement en raison des vacances scolaires et des jours fériés.

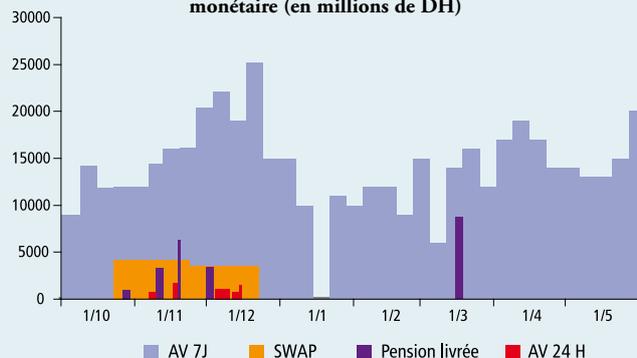
En revanche, les opérations du Trésor ont été à l'origine d'une injection de liquidité de 894 millions de dirhams, notamment attribuable à l'accélération des dépenses d'investissement ainsi qu'aux retraits de la clientèle du Trésor.

Les charges du Trésor se sont élevées à 45 milliards de dirhams, dont 13,5 milliards dus au remboursement des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire, près de 2 Milliards représentant des retraits de la clientèle du Trésor et 1,5 milliard de dépenses de compensation. Les ressources du Trésor ont totalisé 44,1 milliards de dirhams, dont 7,4 milliards attribuables aux souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor.

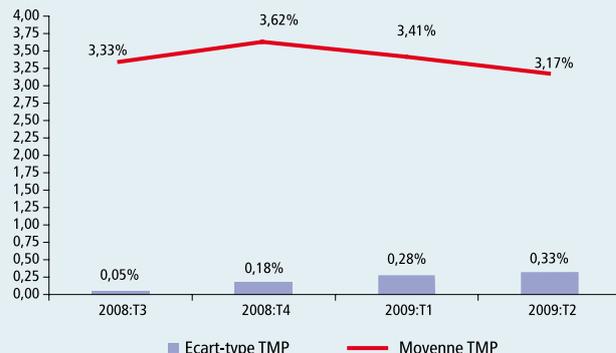
Globalement, les facteurs autonomes ont exercé un effet restrictif de 5,3 milliards de dirhams sur les trésoreries bancaires.

En vue de combler l'insuffisance des trésoreries bancaires qui a atteint en moyenne 15,4 milliards au cours de ce trimestre, Bank Al-Maghrif est exclusivement intervenue au moyen des avances à 7 jours pour un montant quotidien moyen de 15,5 milliards de dirhams.

Graphique E 4.1.5 : Intervention de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire (en millions de DH)



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



Au cours du deuxième trimestre de l'année 2009¹, le taux moyen pondéré s'est établi en moyenne à 3,17%, en baisse de 24 points de base par rapport au trimestre précédent en raison :

- de la décision de baisse du taux directeur de 25 points de base prise par le Conseil de la banque lors de sa réunion du 24 mars 2009 ;
- d'un excédent temporaire sur le marché au cours de la dernière semaine de la période de réserve s'achevant le 20 mai 2009, principalement dû à des dépenses du Trésor plus importantes que prévu ainsi qu'aux anticipations des opérateurs de marché concernant l'évolution de la liquidité bancaire.

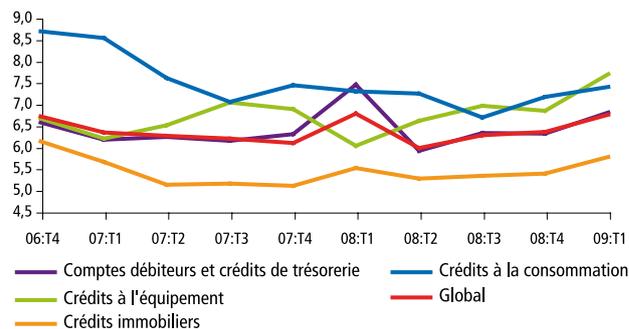
Dans ce contexte, la volatilité du TMP a augmenté de 5 points de base s'établissant à 0,33% contre 0,28% précédemment.

¹ Les données sont arrêtées à fin mai 2009.

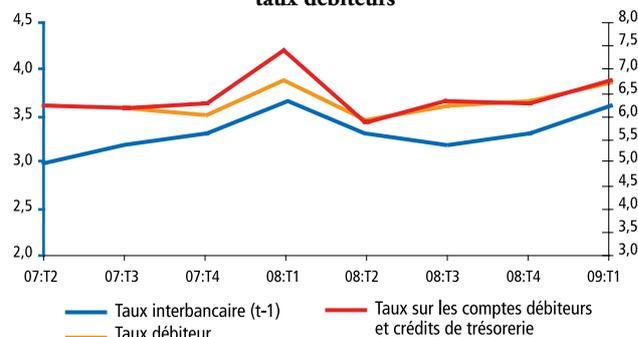
Ce constat est particulièrement confirmé par la dynamique récente des taux assortissant les placements à terme auprès des banques. En effet, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois a accusé un repli au premier trimestre 2009 et en avril, après l'orientation à la hausse au cours de 2008. Cette évolution reflète un fléchissement du taux des dépôts à 6 mois, celui des dépôts à un an, moins sensible à très court terme aux variations du taux interbancaire, s'étant établi au même niveau qu'au trimestre précédent.

En ce qui concerne les conditions débitrices, les résultats de l'enquête trimestrielle de Bank Al-Maghrib auprès des banques font ressortir une hausse du taux moyen pondéré des crédits, passé de 6,33% au quatrième trimestre 2008 à 6,73% au premier trimestre 2009. Selon les catégories de crédit, le taux des facilités de trésorerie, principal déterminant de l'évolution du taux moyen pondéré global, s'est accru de 49 points de base pour atteindre 6,78%. Celui des crédits

Graphique 4.4 : Evolution des taux débiteurs



Graphique 4.5 : Corrélation entre le taux interbancaire et les taux débiteurs



à l'équipement, plus volatile et davantage influencé par les conditions d'activité et la maturité des crédits octroyés, a enregistré une hausse, passant de 7,63% à 7,85% au premier trimestre 2009. Pour leur part, les taux des crédits immobiliers se sont accrus de 39 points de base à 5,75%, après une quasi stabilité au cours des trois derniers trimestres, tandis que les taux sur les crédits à la consommation ont marqué une nouvelle hausse, s'élevant à 7,38% après le mouvement baissier observé au cours des trois premiers trimestres 2008.

4.1.2 Monnaie, crédit et placements liquides

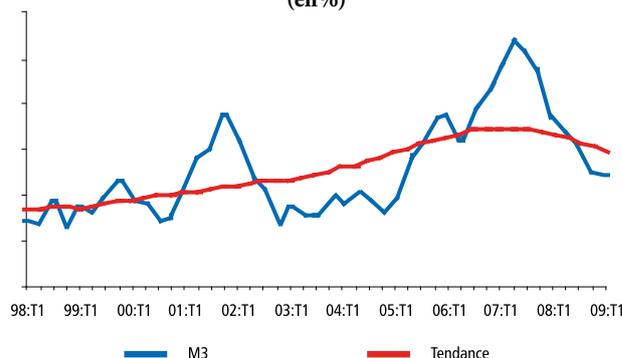
Evolution de M3

Le ralentissement du rythme de création monétaire s'est poursuivi au premier trimestre et en avril 2009. Ainsi, après avoir atteint 12,5% en moyenne sur l'année 2008 et s'être stabilisée autour de 10,4% au cours du premier trimestre 2009, la hausse de l'agrégat M3 s'est établie à 9,2% en glissement annuel en avril. Outre l'effet d'ajustement à la baisse, après plusieurs trimestres de croissance supérieure à la tendance de long terme, cette évolution semble résulter de l'effet conjoint de plusieurs facteurs. Il s'agit notamment des chocs négatifs sur les avoirs extérieurs nets, source importante de création monétaire, ainsi que du ralentissement de l'activité économique non agricole, qui constitue le principal déterminant de demande de monnaie.

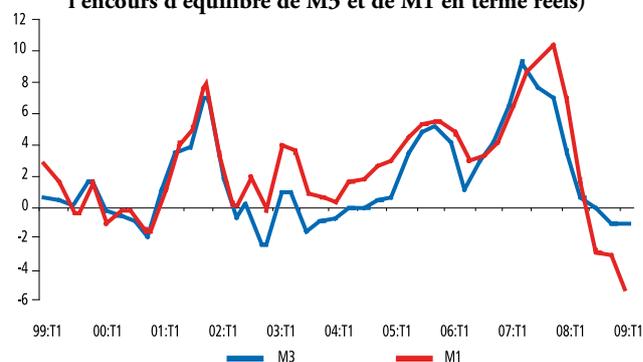
L'analyse des composantes de M3 confirme ces évolutions, la décélération étant imputable à la baisse des dépôts à vue, particulièrement ceux des entreprises non financières. En effet, ces dernières ont vu leurs dépôts à vue accuser une nouvelle baisse en avril 2009, après celles observées au premier trimestre 2009 et en décembre 2008. Une telle évolution serait attribuable principalement à la baisse des ventes des entreprises du secteur industriel¹, ainsi qu'au ralentissement de l'activité dans le secteur tertiaire.

¹ D'après les résultats de l'enquête trimestrielle de Bank Al-Magrib auprès des entreprises industrielles

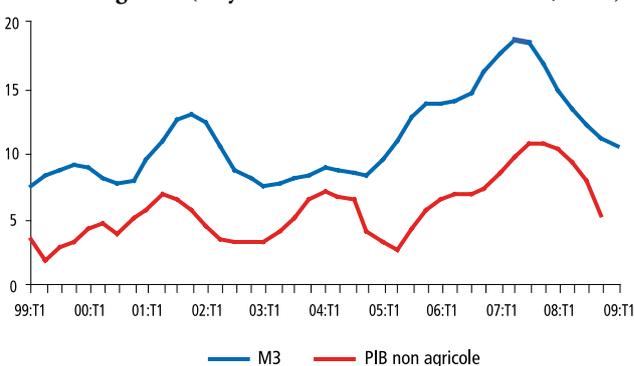
Graphique 4.6 : Croissance annuelle de M3 et sa tendance (en%)



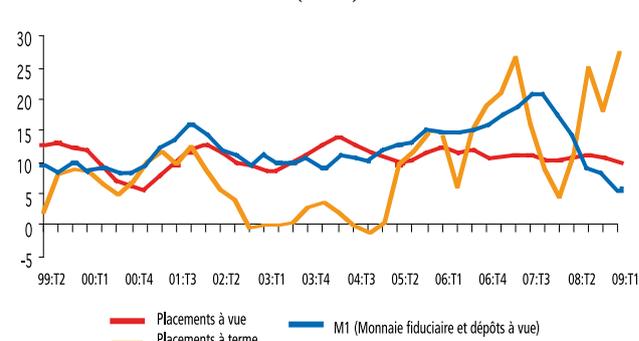
Graphique 4.7 : Excédent monétaire (en % de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en terme réels)



Graphique 4.8 : Croissance annuelle de la masse monétaire et du PIB non agricole (moyenne mobile sur trois trimestres, en %)



Graphique 4.9 : Evolution annuelle des composantes de M3 (en %)



Concernant les comptes à vue des particuliers, ils se sont inscrits dans le prolongement du mouvement de ralentissement observé depuis plusieurs mois, parallèlement à la constitution de placements rémunérés, principalement auprès des banques et, accessoirement, en titres des OPCVM.

En effet, les placements à terme ont affiché une croissance annuelle de 27,2% au premier trimestre 2009 et de 22% en avril, reflétant essentiellement l'augmentation de ceux des particuliers.

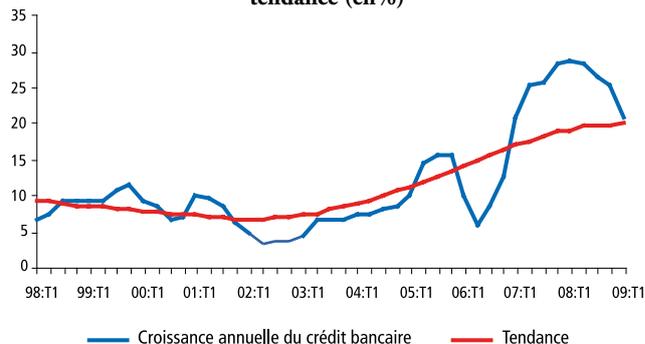
Il convient de noter, qu'en dépit de la contraction de leurs transferts, les MRE n'ont pas réduit leurs dépôts auprès des banques, les maintenant respectivement, pour les dépôts à vue et les dépôts à terme, à un niveau supérieur de 2,2% et de 3,9% par rapport à ceux observés en moyenne en 2008.

Crédit bancaire

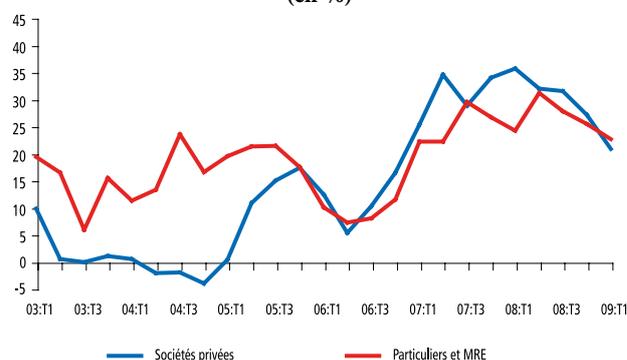
Le crédit a poursuivi en avril son ralentissement graduel, entamé au deuxième trimestre 2008. Son rythme de croissance annuel s'est en effet établi à 18%, après une hausse de 20,5% au cours du trimestre précédent, tout en restant largement supérieur à celui de l'activité économique. Cet accroissement est en ligne avec les prévisions relatives au crédit bancaire, telles qu'elles ressortent de l'enquête semestrielle de Bank Al-Maghrib menée en décembre dernier auprès des banques.

La décélération des concours bancaires a concerné l'ensemble des agents économiques et s'avère plus marquée pour les entreprises, particulièrement celles opérant dans les activités financières, le secteur du BTP et dans le secteur énergétique, soit les secteurs qui avaient bénéficié le plus de la forte expansion du crédit durant les deux dernières années. Les crédits alloués aux particuliers ont, quant à eux, connu un léger ralentissement, augmentant de 24,6% en glissement annuel au premier trimestre 2009 au lieu de 25,7% un trimestre auparavant.

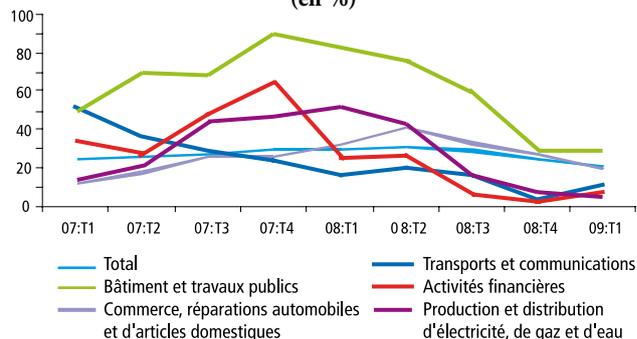
Graphique 4.10 : Croissance annuelle du crédit bancaire et sa tendance (en%)



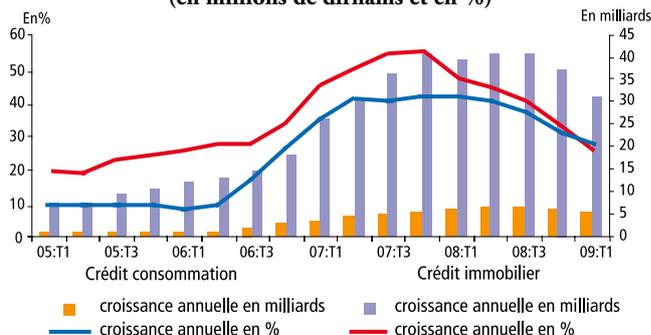
Graphique 4.11 : Structure des crédits par agent économique (en %)



Graphique 4.12 : Evolution des crédits par branche d'activité (en %)



Graphique 4.13 : Evolution annuelle des prêts immobiliers et des crédits à la consommation (en millions de dirhams et en %)



Par objet économique, les prêts immobiliers se sont accrus au premier trimestre 2009 et en avril respectivement de 25,3% et de 21,7%, contre 40% en moyenne en 2008. De même, les crédits à la consommation ont augmenté de 25,7% en avril, après 26,5% au cours des trois premiers mois de 2009 et 37% en moyenne sur l'année précédente. Pour leur part, les prêts à l'équipement ont marqué en avril une progression de 23,5%, contre 20,4% au premier trimestre.

Autres sources de création monétaire

Les avoirs extérieurs nets ont poursuivi en avril 2009 leur mouvement baissier entamé depuis le quatrième trimestre 2008. Leur encours s'est contracté de 8% en glissement annuel après 5,5% un trimestre auparavant. Cette évolution est liée tant à la baisse des recettes au titre des investissements et des prêts étrangers qu'au repli des recettes voyages et des transferts des MRE, le déficit commercial demeurant au même niveau observé un trimestre auparavant.

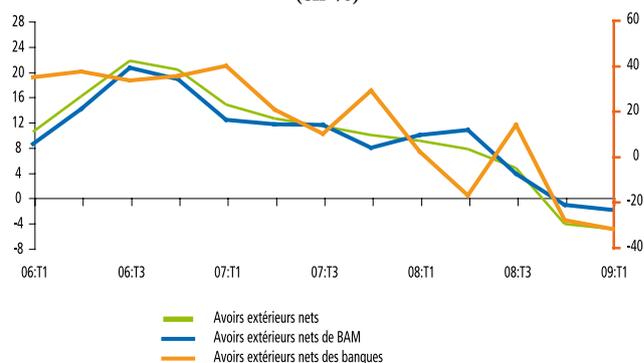
En revanche, les créances nettes sur l'Etat, qui s'étaient inscrites en recul au cours des quatre derniers trimestres, ont marqué en avril 2009 une hausse de 10,6% en glissement annuel, en raison de la diminution de la position nette du Trésor auprès de Bank Al-Maghrib.

Placements liquides

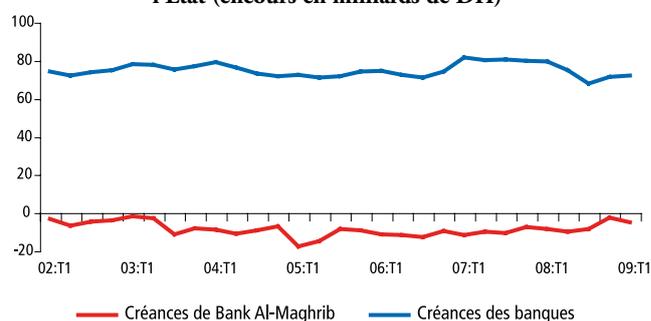
Au terme du premier trimestre 2009, les placements liquides se sont inscrits en hausse de 3,8% d'un trimestre à l'autre. Toutefois son encours demeure inférieur de 7,9% par rapport à celui enregistré au cours de la même période de l'année précédente.

La hausse trimestrielle de cet agrégat résulte principalement de celle des titres des OPCVM obligataires, attribuable essentiellement à l'appréciation de leur valeur, ainsi que de l'augmentation des souscriptions en titres des OPCVM monétaires. En revanche, les titres des OPCVM actions et diversifiés ont connu une nouvelle baisse en raison du tassement de la performance des cours sur la Bourse de

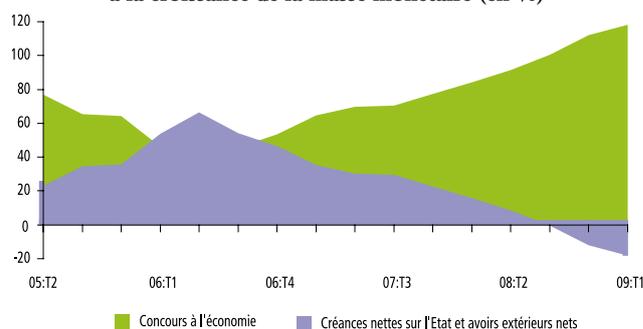
Graphique 4.14. : Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets (en %)



Graphique 4.15 : Evolution trimestrielle des créances nettes sur l'Etat (encours en milliards de DH)

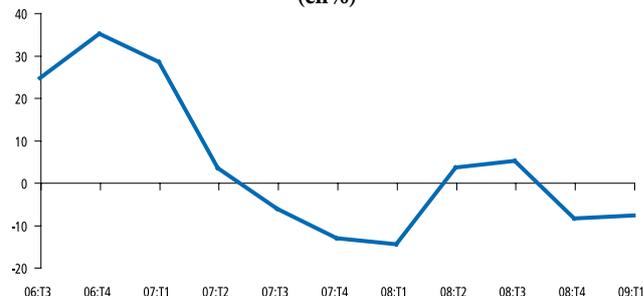


Graphique 4.16 : Contributions des principales contreparties à la croissance de la masse monétaire (en %)



* Le deuxième trimestre 2009 correspond à la moyenne arithmétique des données des mois de

Graphique 4.17 : Evolution annuelle des placements liquides (en%)



* Données provisoires

Source : FMI, calculs de BAM

Casablanca, qui a impacté tant leur valeur que leur attractivité auprès des investisseurs.

Par type de détenteurs, l'augmentation trimestrielle des titres des agrégats de placement liquides s'explique par la hausse des titres détenus par les entreprises non financières, celles-ci ayant davantage profité de l'effet de valeur sur leurs titres d'OPCVM obligataires, du fait de l'importance de leur part. En revanche, les particuliers ont vu leur portefeuille se rétrécir vraisemblablement au profit des dépôts à terme et des placements à vue.

4.1.3 Taux de change

Au terme du premier trimestre de l'année 2009 et par rapport au trimestre précédent, la monnaie nationale s'est inscrite, en moyenne, en hausse de 8,65% face à la livre sterling et est restée quasiment stable contre l'euro. Elle s'est, en revanche, dépréciée de 2,93% par rapport au yen japonais, de 1,48% à l'égard du franc suisse et de 0,65% vis-à-vis du dollar.

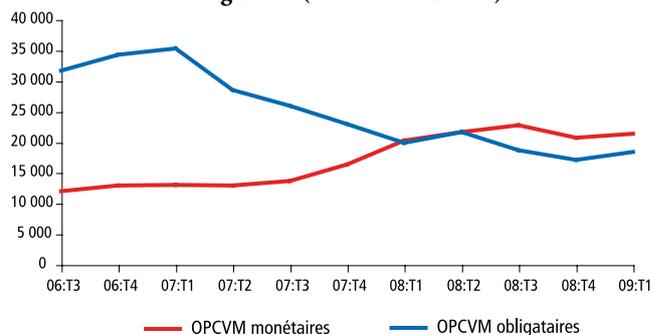
A l'issue des mois d'avril et de mai 2009, le dirham s'est apprécié, en moyenne, de 2,5% par rapport au dollar, tandis qu'il a enregistré une dépréciation de 0,5% contre l'euro.

Le taux de change effectif nominal du dirham, calculé à partir des taux de change bilatéraux vis-à-vis des principaux partenaires du Maroc, s'est déprécié de 1,04% par rapport au quatrième trimestre 2008. La dépréciation du dirham est moins perceptible en terme réel, se chiffrant à 0,8% et ce, compte tenu de l'évolution légèrement défavorable du différentiel d'inflation, principalement vis-à-vis de la Zone euro qui continue de connaître un mouvement désinflationniste.

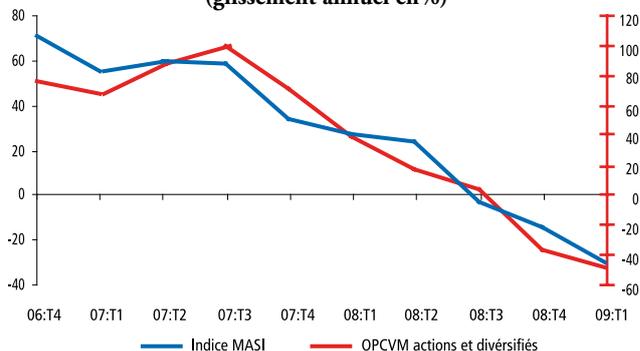
4.2. Prix des actifs

Au terme du premier trimestre de l'année 2009, l'indice MASI a poursuivi son trend baissier, accusant un repli de 5,3% par rapport au dernier trimestre de l'année 2008, et de 29,2% en glissement annuel. En revanche, l'indice s'est redressé au cours des mois d'avril et mai, affichant des progressions mensuelles respectives

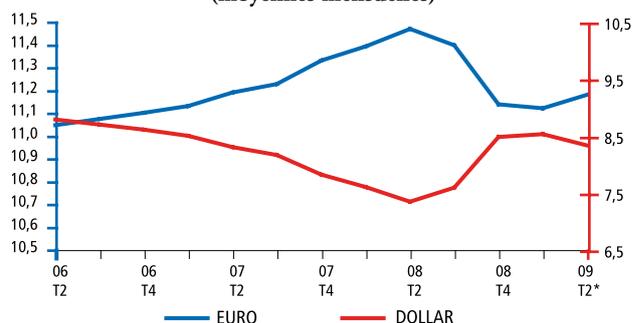
Graphique 4.18 : Evolution des titres des OPCVM monétaires et obligataires (en millions de DH)



Graphique 4.19 : PL4 et MASI (glissement annuel en%)

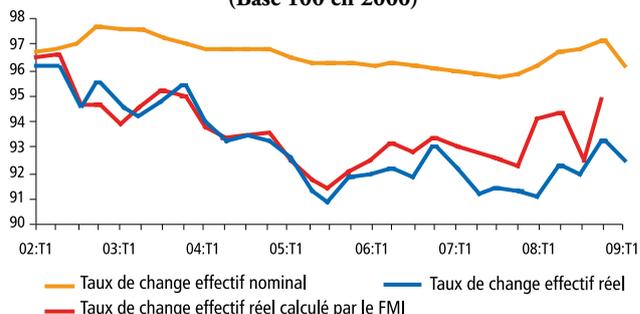


Graphique 4.20 : Taux de change du dirham (moyennes mensuelles)



* Le second trimestre 2009 correspond à la moyenne arithmétique des données des mois d'avril et de mai.

Graphique 4.21 : Taux de change effectif* (Base 100 en 2000)



* Données provisoires
Source : Calcul de BAM et du FMI

de 5,2% et de 0,8%. Parallèlement, l'indice du secteur de l'immobilier a diminué de 3,3% entre le dernier trimestre 2008 et le premier trimestre 2009, avant de connaître une hausse de 6,8% au terme du mois de mai 2009.

Quant au PER de la place de Casablanca, il est revenu de 17,4 à 15 d'un trimestre à l'autre, mais demeure néanmoins élevé par rapport aux niveaux observés dans un certain nombre de pays émergents.

Le volume des transactions a, pour sa part, nettement diminué, s'établissant à 46,1 milliards de dirhams au premier trimestre 2008, contre 91,5 milliards au terme du dernier trimestre 2008, qui a été marqué par l'importance des opérations de revalorisation de portefeuille effectuées en fin d'année sur le marché de blocs.

La capitalisation boursière, a quant à elle, accusé une baisse de 4,4% d'un trimestre à l'autre, pour s'établir à 508,5 milliards de dirhams. Toutefois, les données à fin mai montrent une amélioration sensible de la capitalisation boursière qui a atteint 526,4 milliards de dirhams, en hausse de 3,5% par rapport au trimestre précédent.

Au terme du premier trimestre 2009, les indices sectoriels ont évolué différemment comparativement au trimestre précédent. Les indices relatifs au transport, à la chimie et aux boissons ont connu les plus importantes hausses, avec 25,6%, 22,4% et 21,8% respectivement, tandis que les secteurs les plus affectés ont été ceux des holdings, des assurances et du bâtiment et matériaux de construction avec des baisses respectives de 14,3%, de 11% et de 10,3%.

Pour ce qui est des actifs immobiliers, sur la base d'informations disponibles, le ralentissement de l'activité constaté à l'issue du dernier trimestre de l'année 2008 semble se poursuivre au terme du premier trimestre 2009, en particulier, sur le segment des logements haut standing.

Graphique 4.22 : Indices boursiers

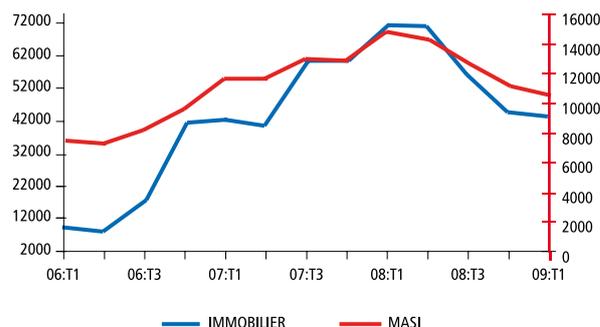
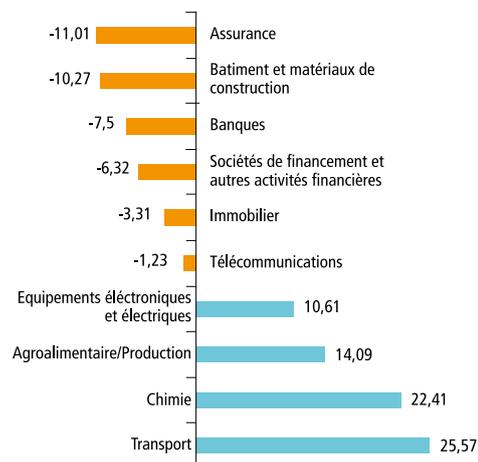


Tableau 4.3 : Valorisation du marché des actions

PER*	08 :T1	08 :T2	08 :T3	08:T4	09:T1
Afrique du Sud	12,71	13,36	9,76	3,48	10,60
Argentine	2,58	2,61	8,94	5,68	6,24
Egypte	15,87	14,70	13,28	7,41	5,84
Euro stoxx 50	10,50	11,14	9,45	9,21	13,02
Hongrie	10,36	9,13	7,510	4,55	4,77
Maroc	21,20	20,10	17,70	17,40	15,00
Taiwan	18,36	12,91	9,58	11,46	17,62
Turquie	8,36	6,89	6,96	5,23	12,14

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

Graphique 4.23 : Evolution des indices sectoriels en glissement trimestriel, T1 2009/T4 2008, en %



5. ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Les dernières données disponibles à fin avril 2009 confirment les prévisions trimestrielles de Bank Al Maghrib publiées dans le RPM précédent, qui tablaient sur un ralentissement de l'inflation et de l'inflation sous-jacente. L'évolution récente des indicateurs de prix reflète en effet la poursuite de la détente des cours mondiaux des produits de base, la baisse de la demande étrangère adressée au Maroc, en liaison avec la détérioration de l'activité chez nos principaux pays partenaires et, dans une moindre mesure, le ralentissement de la demande intérieure. Dans ces conditions, l'inflation s'est établie à 2,6% en avril 2009 en glissement annuel, après 3,6% en mars, 3,8% en février et 4% en janvier. La baisse des tensions inflationnistes est davantage marquée au niveau de l'inflation sous-jacente qui s'est établie à -0,1% au lieu de 0,2% en mars, 1,3% en février et 1,8% en janvier. De même, la détente des pressions inflationnistes est largement reflétée au niveau des prix à la production industrielle, qui se sont repliés de 17,8% en avril, au lieu de 18,5% en mars et de 6,5% en février, après avoir affiché des rythmes de progression exceptionnellement élevés en 2008.

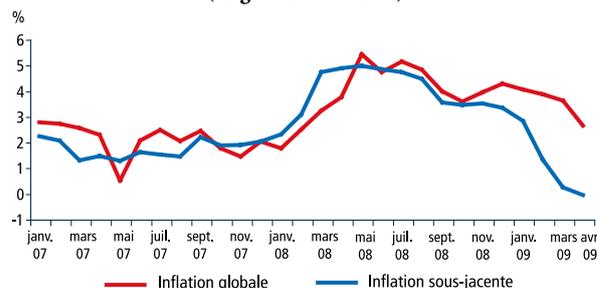
5.1 Evolution de l'inflation

En avril, l'inflation s'est chiffrée, en glissement annuel, à 2,6% au lieu de 3,6%, de 3,8% et de 4%, respectivement, au cours des trois mois précédents, confirmant ainsi la poursuite de l'orientation baissière anticipée dans le RPM de mars 2009. Ce reflux est davantage perceptible au niveau de l'indicateur d'inflation sous-jacente qui a accusé une baisse de 0,1% pour la première fois durant les deux dernières décennies.

L'analyse de l'évolution des principaux groupes de produits montre que le recul du rythme d'évolution des prix, entamé en janvier dernier, est dû, en majeure partie, à la contraction de l'indice des prix des produits alimentaires de base. Celui-ci a, en effet, enregistré des diminutions de 1%, de 5,4% et de 6,3%, respectivement, au cours des trois derniers mois, en liaison exclusivement avec le repli des cours internationaux.

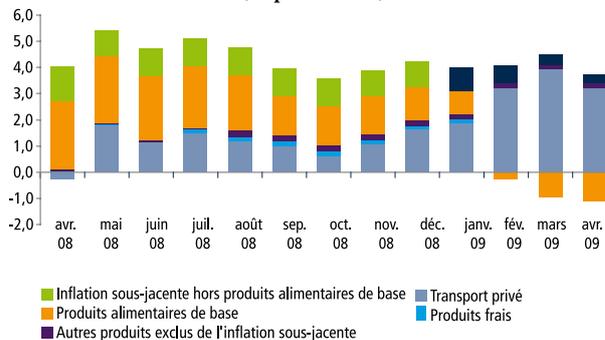
L'impact de la baisse des prix des produits alimentaires de base a été plus net au niveau de l'inflation sous-jacente que de l'inflation globale, en raison du renchérissement des prix des produits frais. En effet, le rythme de progression de ces derniers s'est sensiblement accéléré, depuis janvier dernier, passant de 8,9% en janvier à 15,7% en février puis à 19,2% en mars, avant de connaître une relative décélération pour se situer à 15,4% en avril. Ces taux d'accroissement à deux chiffres

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



Sources : HCP et calculs de BAM

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



Sources : HCP et calculs de BAM

des produits frais ont ainsi élargi l'écart entre l'inflation et l'inflation sous-jacente, le portant à 2,6 points de pourcentage en février, à 3,4 points en mars puis à 2,7 points en avril.

Pour sa part, la hausse des tarifs du transport privé a connu une nette décélération entre janvier et avril, passant de 6,4% à 1%. En effet, depuis le 16 février 2009, les prix internes de certains types de carburants ont connu des révisions à la baisse. Il y a lieu de noter que pour ce qui est de la baisse en avril du prix du gasoil 50 PPM, elle n'a pas été relevée au niveau de l'évolution de l'ICV. Le prix de ce nouveau produit a été, en effet, quasiment aligné sur celui du gasoil qui a été retiré du marché au cours du même mois.

Par ailleurs, les prix de la majorité des grandes rubriques non alimentaires ont connu une décélération entre février et avril, en particulier les biens d'équipements, les « loisirs et culture » et « autres biens et services ».

5.2 Biens et services

L'évolution de l'inflation par catégorie de produits laisse apparaître une poursuite de la tendance baissière du rythme de progression des prix des biens transformés, revenu de 2,8% en janvier à 1,2% en avril. Cette évolution résulte, essentiellement, de la baisse de 10,3% en avril des prix des céréales au lieu d'une hausse de 7,7% en janvier et de la diminution de 5,1% de ceux des corps gras, contre une augmentation de 4,9%, ainsi que de la décélération de 4,6% à 2,9% du rythme de progression des prix des produits laitiers, de 2,5% à 1,8% de celui des équipements ménagers et de 12,3% à 6,5% du rythme d'accroissement des prix des bijoux et montres.

Toutefois, les prix des « biens non transformés et autres », ont connu une nette accélération en février et mars, soit 10,1% et 10,8% respectivement, en raison principalement de la flambée des prix des produits frais. Une décélération a été toutefois observée au niveau des prix des « biens non transformés et autres » en avril, leur rythme

Tableau 5.1 : Inflation et composantes

	Variation mensuelle (%)			Glissement annuel (%)		
	fév. 09	mars 09	avr. 09	fév. 09	mars 09	avr. 09
Inflation globale	0,4	0,7	0,3	3,8	3,6	2,6
- Produits frais	6,1	4,5	1,5	15,7	19,2	15,4
- Transport privé	-5,0	0,1	0,0	1,0	1,0	1,0
- Autres produits exclus de l'inflation sous-jacente	0,0	0,0	0,0	4,4	3,9	3,9
Inflation Sous-jacente	-0,7	-0,2	0,1	1,3	0,2	-0,1
<i>dont :</i>						
- Produits alimentaires de base	-3,7	-1,0	-0,3	-1,0	-5,4	-6,3
- Autres produits alimentaires	-0,4	-0,2	0,2	3,9	3,6	3,9
- Habillement	0,1	0,0	0,2	1,3	1,2	1,2
- Habitation	0,1	0,1	-0,1	0,9	0,9	0,7
- Equipement	0,1	0,0	0,1	2,5	2,3	1,8
- Soins médicaux	0,0	0,0	0,1	0,9	0,9	1,0
- Transport en commun et communication	0,0	0,0	0,0	1,3	1,3	1,4
- Loisirs et cultures	0,6	0,0	0,0	2,3	1,8	1,8
- Autres biens et services	0,3	0,2	0,2	2,8	2,4	2,2

Sources : HCP et calculs de BAM

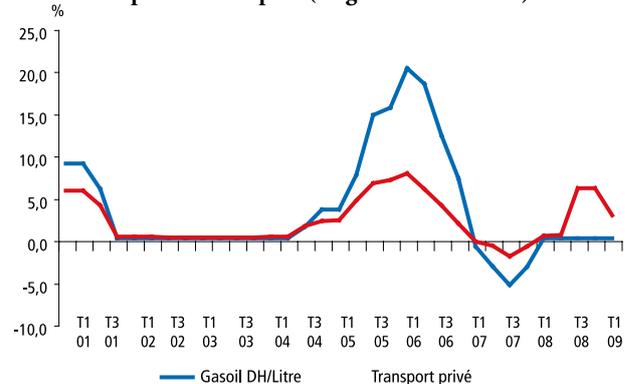
Tableau 5.2 : Prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur

Produits (Dh/Litre)	avril. 2008	juil. 2008	sept. 2008	déc. 2008	fév. 2009	avril. 2009
Super carburant	10,25	11,25	11,25	11,25	10,25	10,25
Gasoil	7,22	7,22	7,22	7,22	7,22	-
Gasoil 350/50*	9,13	10,13	10,13	10,13	7,50	7,15
Fuel industriel (Dh/Tonne)	2874	3374	3374	3374	3074	3074

(* Le gasoil 50PPM 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 : Prix du carburant à la pompe et prix du transport (en glissement annuel)



d'évolution étant revenu à 8,1%, en glissement annuel. Dans ce contexte, les prix de l'ensemble des biens, transformés et non transformés, ont contribué conjointement à l'inflation globale, à hauteur de 3,4 points en février, de 3,3 points en mars et de 2,6% points en avril.

Parallèlement, les prix des services hors transport privé se sont inscrits en baisse au cours des deux derniers mois de l'année, avec des taux de progression de 1,6% en mars et de 1,5% en avril, après avoir atteint 1,7% en janvier et 1,8% en février.

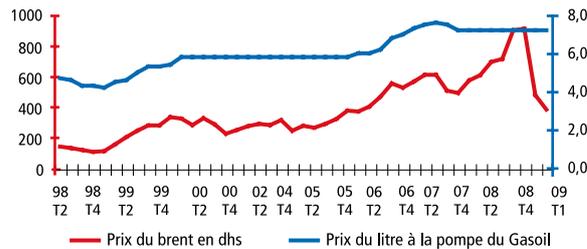
Le reflux de l'inflation au niveau des services traduit essentiellement la décélération, à partir de mars, des prix dans les rubriques « restaurants, cafés et hôtels », « soins et effets personnels », « entretiens et réparation » et « divertissement ». En conséquence, les prix des services, y compris ceux du transport privé, ont contribué à l'inflation globale à hauteur de 0,4 point de pourcentage en février, de 0,3 point en mars et de 0,2 point en avril.

5.3 Biens échangeables et non échangeables

L'inflation des biens échangeables s'est établie à 6,1% en avril au lieu de 8,1% en mars, de 7,6% en février et de 6,9% en janvier. En dépit du ralentissement de la hausse des prix de ces produits, leur contribution à l'inflation globale demeure importante, s'établissant à 2,2 points de pourcentage. La ventilation par sous-groupes indique que la relative décélération en avril résulte, d'une part, de la poursuite de la baisse des prix des produits alimentaires de base et, d'autre part, de la diminution des prix des fruits frais ainsi que de la décélération de ceux des poissons et des légumes.

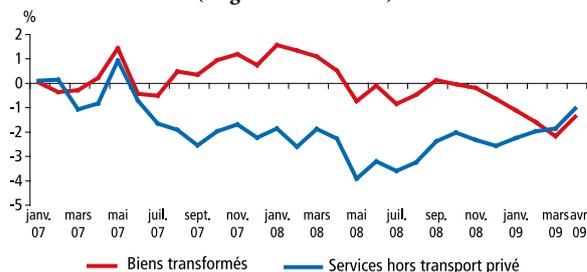
De fait, la baisse des prix des céréales et des corps gras a été plus accentuée en avril comparativement à mars. Ce mouvement est imputable également au recul, pour la première fois depuis le début de l'année 2009, du rythme de progression des prix des légumes et à la chute des prix des fruits frais.

Graphique 5.4 : Cours mondial du pétrole et prix à la pompe au Maroc, en DH



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

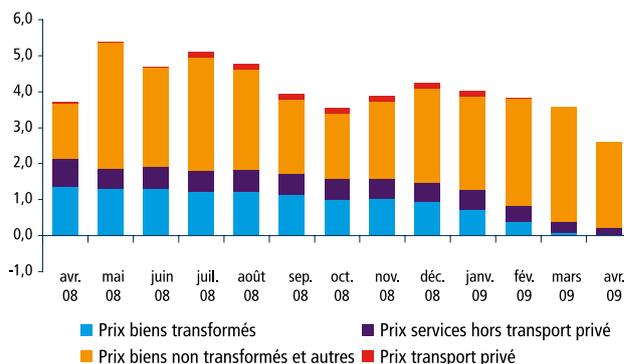
Graphique 5.5 : Prix relatifs des biens transformés et des services hors transport privé par rapport à l'inflation (en glissement annuel)*



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

Sources : HCP et calculs de BAM

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



Sources : HCP et calculs de BAM

Tableau 5.3 : Indices des prix des biens et services

	Evolution en variation mensuelle (%)			Evolution glissement annuel (%)		
	fév. 09	mars 09	avr. 09	fév. 09	mars 09	avr. 09
Biens transformés	-0,3	-0,4	0,1	2,2	1,3	1,2
Biens non transformés et autres	2,8	3,1	1,0	10,1	10,8	8,1
Services hors transport privé	0,1	0,0	0,0	1,8	1,6	1,5
Transport privé	-5,0	0,1	0,0	1,0	1,0	1,0

Sources : HCP et calculs de BAM

De même, le tassement des prix des produits alimentaires de base reflète les baisses antérieures des cours mondiaux des produits alimentaires qui ont connu, par la suite, une certaine stabilité durant les quatre premiers mois de l'année 2009.

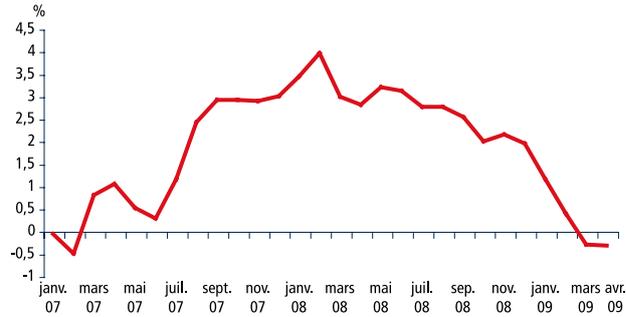
Dans le même temps, la hausse de l'indice des prix des biens non échangeables s'est, de nouveau, ralentie de 1,9% à 1,7%, et n'a contribué qu'à hauteur de 0,4 point de pourcentage à l'inflation globale. Ce ralentissement reflète, essentiellement, la baisse du rythme de progression des prix des viandes et de certains services, notamment, au niveau des rubriques « entretien et réparations » et « restaurants, cafés et hôtels ». Par ailleurs, malgré la baisse, opérée en avril, du prix du gasoil 50 ppm sur le marché domestique, les tarifs de la rubrique « transport privé » n'ont pas été impactés, s'agissant d'une substitution du gasoil 50 ppm au gasoil ordinaire, désormais, commercialisé quasiment au même prix, soit 7,15 dirhams le litre, compte non tenu du différentiel de transport.

5.4 Indice des prix à la production industrielle

Les données du mois d'avril relatives aux prix à la production industrielle font apparaître une poursuite de la baisse des coûts de production dans les principales branches industrielles et indiquent la poursuite de l'atténuation des tensions inflationnistes au niveau national. En effet, l'indice des prix des industries manufacturières, calculé sur la base des prix sortie usine hors taxes et subventions, a accusé une baisse de 17,8%, après celle de 18,5% observée le mois précédent.

Cette évolution s'inscrit dans un contexte international marqué par une forte contraction de l'activité économique mondiale, accompagnée d'un léger redressement des cours des matières premières hors énergie et de ceux du pétrole durant le mois d'avril. Elle résulte, en grande partie, de la diminution de 40,3% des prix de la branche cokéfaction et raffinage, après celle de 45,3% enregistrée en mars, contribuant

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



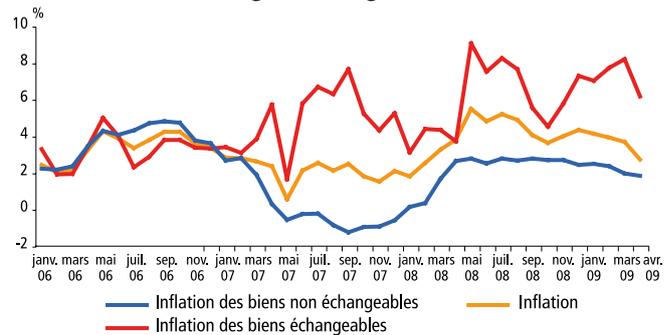
(* Ecart entre le taux d'inflation des biens transformés et celui des services hors transport privé Sources : HCP et calculs de BAM

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

	Evolution en variation mensuelle (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	fév. 09	mars 09	avr. 09	fév. 09	mars 09	avr. 09
Biens échangeables	1,6	1,9	0,6	7,6	8,1	6,1
Biens non échangeables	0,1	0,2	0,2	2,3	1,9	1,7

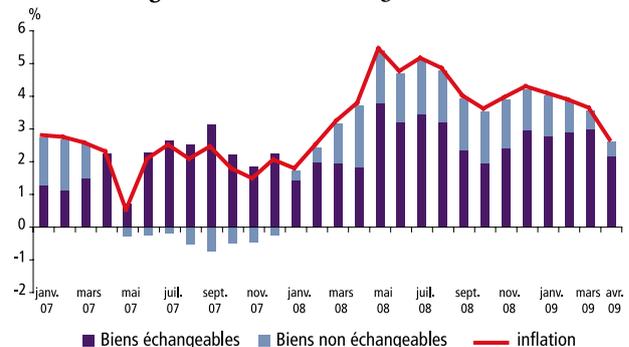
Sources : HCP et calculs de BAM

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



Sources : HCP et calculs de BAM

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



Sources : HCP et calculs de BAM

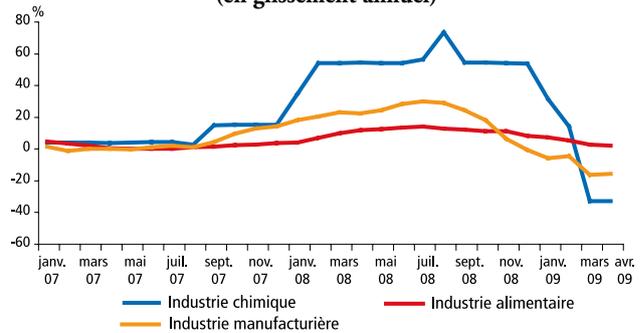
ainsi négativement à hauteur de 11,8 points de pourcentage à la diminution de l'indice global.

Hors raffinage et cokéfaction, les prix à la production des industries manufacturières ont régressé de 8,5% au lieu de 7,4% un mois auparavant, reflétant ainsi la forte baisse antérieure des cours mondiaux des matières premières hors énergie.

Ce mouvement est dû, dans une forte proportion, à la diminution de 35,1% des coûts de production dans la branche chimique et de 12,5% de ceux de la branche métallurgique et, dans une moindre mesure, à la régression de 1,3% des prix de l'industrie du textile, pâtissant d'une conjoncture internationale défavorable. Cette évolution s'explique également par le fléchissement de 5,2% des coûts de production dans la branche « travail des métaux » qui se sont appréciés de 0,7% le mois précédent.

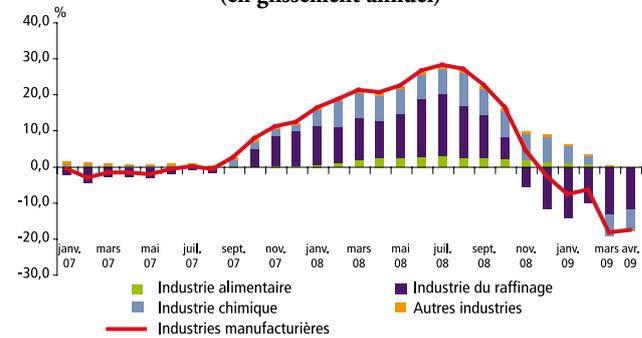
De même, les résultats récents issus de l'enquête de conjoncture de BAM du mois d'avril relatifs aux appréciations des chefs d'entreprises font apparaître un prolongement de la baisse des prix des produits finis, au niveau de certaines industries, notamment, l'agro-alimentaire et le textile et cuir.

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



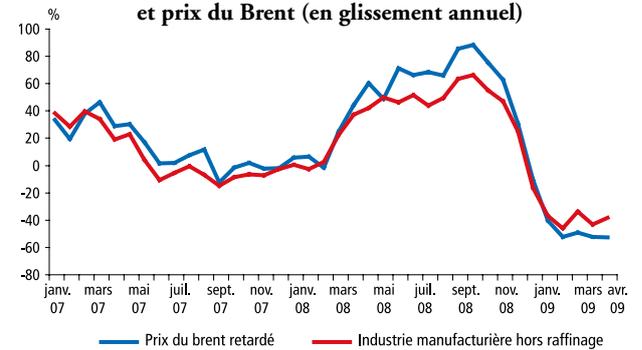
Sources : HCP et calculs de BAM

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



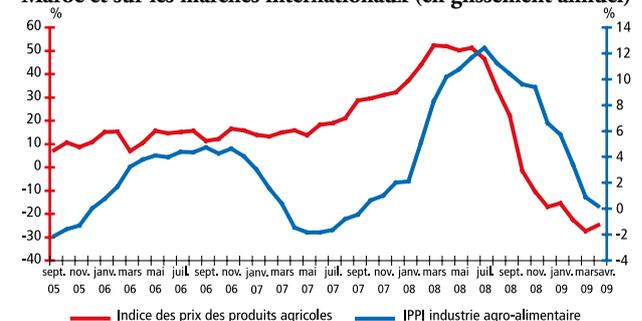
Sources : HCP et calculs de BAM

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



Sources : FMI, HCP et calculs de BAM

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



Sources : FMI, HCP et calculs de BAM

6. PERSPECTIVES DE L'INFLATION

Cette section présente l'évolution de l'inflation jugée la plus probable (prévision centrale) au cours des quatre prochains trimestres et examine les principaux risques qui lui sont associés (balance des risques). Le scénario de la prévision centrale est donc conditionné par les hypothèses et les évolutions envisagées pour une série de variables affectant l'activité et l'inflation. Sous l'hypothèse de la non matérialisation des principaux facteurs de risque identifiés, l'évolution de l'inflation à l'horizon des six prochains trimestres reste en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, avec une prévision moyenne de l'ordre de 2,4%. Au cours de l'année 2009, l'inflation devrait atteindre 2,8%, soit un taux légèrement supérieur à la prévision présentée dans le dernier Rapport sur la politique monétaire (2,6%). A l'horizon des six prochains trimestres, la prévision centrale de l'inflation (2,4%) demeure en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. Toutefois, pour le deuxième trimestre de l'année 2009, nous anticipons un taux d'inflation de l'ordre de 2,6%, en recul par rapport à celui du premier trimestre en raison de la détente sur les prix des produits frais. Ce taux devrait décliner au troisième trimestre (2,3%), puis rester stable autour de 2,4% au quatrième trimestre 2009 et au premier trimestre 2010. Comparé au Rapport précédent, la prévision d'inflation a été légèrement revue à la baisse sur l'horizon de prévision. Les risques entourant la prévision centrale de l'inflation sont globalement orientés à la baisse, notamment du fait des évolutions prévisibles de la conjoncture internationale. La volatilité des prix des matières premières constitue toutefois une source d'incertitude.

6.1 Hypothèses du Scénario de base

6.1.1 Environnement international

Les analyses des institutions financières internationales concernant les perspectives de l'activité économique des principaux pays partenaires du Maroc dans la zone euro, à savoir l'Allemagne, l'Espagne, la France et l'Italie, s'accordent toutes sur le caractère persistant de la crise, jusqu'à fin 2010 (avec des impacts variables d'une institution à l'autre). Ainsi, la Commission Européenne a publié les chiffres les plus optimistes en tablant désormais sur une contraction de 4% pour l'ensemble de la zone euro en 2009 et de 0,1% en 2010, alors que les prévisions du FMI, indiquant un recul de 4,2% du PIB en 2009 et de 0,1% en 2010, constituent le scénario le plus pessimiste. Pour sa part, l'OCDE adopte une position médiane avec une prévision de croissance du PIB de l'ordre de -4,1% en 2009 et -0,1% en 2010.

Ce redressement anticipé pour 2010, caractérisé par une diminution conséquente du rythme de déclin de l'activité économique, serait en grande partie attribuable aux mesures d'urgence adoptées par les gouvernements et banques centrales. Cependant, les perspectives économiques globales restent encore incertaines. D'une part, il

existe un risque important inhérent à un impact potentiel plus accentué de la crise financière sur le secteur réel ainsi qu'une contraction potentielle plus importante du commerce international; d'autre part, des effets positifs plus importants sur la relance économique découlant de la baisse enregistrée au niveau des marchés internationaux des matières premières peuvent amortir le déclin de l'activité économique.

Sur la base de ces évolutions, nous retenons pour hypothèse dans notre scénario central un taux de croissance des principaux pays partenaires de -3,4% en 2009 et de -0,3% en 2010. Ce niveau est significativement plus bas que celui annoncé dans le Rapport sur la politique monétaire du mois de mars 2009. 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.

Selon la dernière révision des prévisions du FMI datant d'avril de cette année, les perspectives d'inflation pour les 16 pays de la zone Euro soulignent une atténuation notable du niveau d'inflation pour 2009 qui se situerait autour de -0,9%. Cette tendance à la baisse s'explique par la dissipation des pressions inflationnistes précédemment exercées par les niveaux élevés des

prix des produits de base et des hydrocarbures, mais aussi par la détérioration du marché du travail et par des capacités productives non utilisées croissantes. Pour 2010, il est prévu une inflation de l'ordre de -0,1%.

Etant donné le caractère durable de la récession dans la zone euro sur notre horizon de prévision de 6 trimestres, ainsi que le relâchement des pressions inflationnistes découlant de l'atténuation des prix des matières premières, nous entrevoyons pour ce nouvel exercice de prévision le maintien par la BCE de son taux directeur au niveau actuel sur l'ensemble de l'année 2009 et 2010. Ceci équivaldrait alors à un taux Euribor à 3 mois constant de l'ordre de 1,4%, contrairement au précédent RPM où un taux de 2,5% était anticipé jusqu'à fin juin 2010.

Après un pic enregistré au cours du troisième trimestre de l'année 2008, les indices de valeurs unitaires à l'import ont entamé une phase de baisse continue qui risque de se prolonger jusqu'à fin 2010. Ainsi, l'analyse de l'évolution des différents indices de valeurs unitaires à l'importation développés par Bank Al-Maghrib et les résultats issus de modèles de prévision laissent entrevoir une dégradation prononcée du rythme de croissance des prix à l'importation, avec des taux prévus de l'ordre de -6% pour 2009 et de -17% pour 2010. En l'absence de perspectives de reprise rapide des principaux pays consommateurs d'énergie et de matières premières, les prévisions présentées semblent consistantes avec les anticipations des marchés relatives aux prix des produits de base.

6.1.2. Environnement national

Malgré ce contexte mondial défavorable, la croissance économique devrait se situer autour de 5,6% en 2009. Cependant, cette performance est imputable en grande partie à l'activité agricole. Les estimations de Bank Al-Maghrib tablent sur une campagne agricole exceptionnelle de 98 millions de quintaux, soit une valeur ajoutée en hausse de 20% par rapport à 2008. De plus, les effets de la pluviométrie exceptionnelle de cette année profiteront aussi à la prochaine campagne agricole pour laquelle un scénario moyen de 60 millions de

quintaux est retenu. Ces évolutions sont de nature à réduire les tensions inflationnistes, en particulier dans un contexte de retour des pressions à la hausse des cours mondiaux des matières premières agricoles, comme cela a été développé dans le chapitre 3.

Par contre, sous l'effet de la baisse de la demande étrangère adressée au Maroc, la valeur ajoutée des activités non agricoles ne devait s'accroître qu'à un rythme modéré de 2,3% en 2009, en rupture avec sa tendance des dernières années. En outre, De fortes incertitudes pèsent sur son évolution future, étant donné les évolutions internationales qui ont été évoquées dans la première partie de ce chapitre. Dans l'hypothèse d'une sortie de crise l'année prochaine, la croissance économique pourrait se stabiliser ou même retrouver sa tendance de long terme, d'autant plus que l'économie nationale dispose d'un certain nombre de facteurs de résilience. En effet, la croissance est tirée essentiellement par la demande intérieure (consommation et investissement public) sans oublier que des finances publiques assez saines peuvent permettre de disposer de réelles marges de manœuvre pour un soutien actif de la croissance. Les effets de ces évolutions sur le marché du travail sont très contrastés. Les dernières données disponibles datant du premier trimestre 2009 indiquent une stagnation du taux de chômage à 9,6%. Ce chiffre recouvre une disparité entre le milieu rural et urbain. Le taux de chômage rural est passé de 4% à 4,47%, alors que le taux de chômage urbain s'est élevé à 14,1% au lieu de 14,7% un trimestre auparavant. Les effets de la crise sur l'emploi commencent, toutefois, à se manifester. En effet, selon les déclarations du ministre de l'Emploi et de la Formation Professionnelle, on observe un recul du nombre des salariés déclarés dans les secteurs du textile-habillement, des équipements automobiles et de l'électronique. Par contre, d'autres secteurs continuent à résister à la crise. Ainsi, le nombre de salariés déclarés a augmenté dans l'industrie aéronautique, l'Offshoring, les centres d'appel et les bâtiments et travaux publics. Au vue du ralentissement de l'activité économique, il est vraisemblable que la situation du marché de travail urbain se dégrade au deuxième trimestre, alors que celle du marché rural s'améliore, étant donnée la bonne performance du secteur. L'indice

des salaires moyen trimestriels (calculé par le HCP), a enregistré une hausse de 6,6% en glissement annuel, soit 2,6% en terme réel durant le quatrième trimestre 2008.

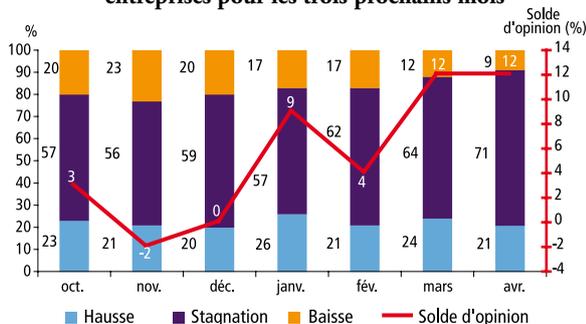
Cependant, étant donné la dégradation possible du marché du travail, le scénario de prévision ne retient qu'une seule réévaluation du SMIG à 5%, qui était déjà programmée pour juillet 2009.

Les cours mondiaux du pétrole sont repartis à la hausse. Ainsi, le prix du panier de l'OPEP s'est établi à 66,35 dollars le premier juin, alors que la moyenne du mois de mai s'était établie à 58,6 dollars.

Cet accroissement reste, toutefois, en dessous de celui enregistré au cours de l'année 2008. En effet, la moyenne des quatre premiers mois de 2009 est de 45,6 dollars le baril, au lieu de 98,7 dollars durant la même période de l'année précédente. Selon les prévisions du FMI, le prix du baril serait de 52 dollars pour 2009 et de 62,5 dollars pour 2010. Comparé à la prévision de 100 dollars de la loi de finances de 2009, ce niveau reste toutefois soutenable. Ainsi, le scénario retenu pour les prix à la pompe est de 7,22 DH sur tout l'horizon de prévision.

Les résultats issus de l'enquête de conjoncture dans le secteur industriel de Bank Al-Maghrib du mois d'avril, indiquent que le pourcentage des chefs d'entreprises qui prévoient une stagnation de l'inflation pour les trois prochains mois est supérieur à celui observé durant le mois de mars. De même, la proportion de ceux qui tablent sur une hausse de l'inflation s'est inscrite en baisse.

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



Source : Enquête mensuelle de conjoncture BAM

6.2 Prévision d'inflation et balance des risques

Dans l'hypothèse de la non matérialisation des principaux risques, la prévision centrale à l'horizon des six prochains trimestres demeure en ligne avec l'objectif de stabilité des prix ; elle serait en légère baisse par rapport au précédent RPM (2,4% au lieu de 2,6%). Toutefois, la prévision d'inflation pour l'année 2009 fait ressortir un taux de l'ordre de 2,8%. Cette prévision a été revue à la hausse en raison de la réalisation de l'inflation du premier trimestre. Celle-ci a été plus forte que prévu (3,8% au lieu de 3,4%) en raison de la grève des transporteurs et des conditions climatiques, qui ont poussé les prix des produits frais à la hausse.

A partir du troisième trimestre 2009, toutes les prévisions ont été revues à la baisse comparativement au précédent RPM, à l'exception du quatrième trimestre de 2009 où il est prévu que l'inflation demeure stable. Ainsi, la prévision d'inflation pour le troisième trimestre 2009 est passée de 2,5% au précédent RPM à 2,3% dans l'actuel RPM, de 2,3% à 2,4% pour le quatrième trimestre 2009, de 2,5% à 2,4% pour le premier trimestre 2010, et enfin de 2,6% à 2,1% pour le deuxième trimestre 2010.

Ces prévisions sont établies en se basant sur des hypothèses considérées comme les plus probables. Cependant, il existe plusieurs sources d'incertitudes, provenant aussi bien de l'évolution future des variables exogènes que de la qualité d'ajustement des modèles utilisés pour la prévision, qui peuvent affecter à la hausse comme à la baisse le niveau d'inflation projeté. 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 (voir Graphique 6.1).

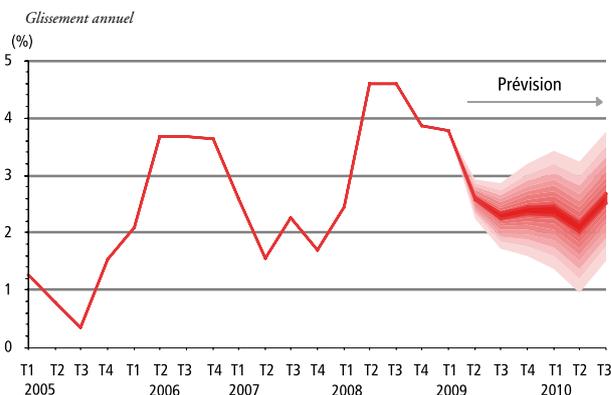
Le fan chart de cet exercice de prévision se caractérise par un faible degré d'asymétrie impliquant l'existence de probabilités équivalentes de déviations du niveau d'inflation vers le haut ou vers le bas, par rapport à la prévision centrale. Cette asymétrie découle de risques aux orientations disparates liés, d'une part, aux incertitudes entourant l'évolution de la conjoncture internationale (déclin persistant de l'activité économique chez les principaux partenaires commerciaux du Maroc et incertitudes entourant l'efficacité des plans de relance à court et moyen termes, baisse des prix des matières premières) et, d'autre part, à l'environnement national (incertitudes liées à des hausses potentielles du prix du pétrole pouvant affecter le prix du gasoil au Maroc sur la seconde moitié de l'année 2010, en lien avec une reprise probable de l'activité dans les grands pays consommateurs d'énergie tels que la Chine, pressions potentielles sur le niveau des salaires découlant de la hausse programmée du SMIG). La matérialisation d'un ou de plusieurs de ces risques pourrait conduire à une déviation du niveau de l'inflation par rapport à la prévision centrale qui devrait se situer, avec une probabilité de 90%, dans la fourchette de prévision représentée sur le fan chart.

Tableau 6.1 : Prévision de l'inflation pour 2009 T2 - 2010 T3

Glissement annuel

	2009			2010			Moyenne 2009	Horizon de prévision
	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.		
Prévision centrale (%)	2,6	2,3	2,4	2,4	2,1	2,6	2,8	2,4

Graphique 6.2 : Projections de l'inflation 2009 T2 - 2010 T3 (Données trimestrielles, en glissement annuel en %)



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

بنك المغرب
بنك المغرب

Dépôt légal : 2007/0033

BANK AL-MAGRIB

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

Tél. : (212) 5 37 70 66 45

Fax : (212) 5 37 20 67 68

E mail : deri@bkam.ma

www.bkam.ma

بنك المغرب
بنك المغرب

بنك المغرب
بنك المغرب