



◆ RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE ◆

N° 10 / 2009

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 24 mars 2009





Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 24 mars 2009

بنك المغرب

بنك المغرب
بنك المغرب

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

AEN	: Avoirs Extérieurs Nets
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
CNS	: 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
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	18
1.3 Investissement	19
1.4 Commerce extérieur	20
2. Pressions sur les capacités de production et marché du travail	23
2.1 Tensions sur les capacités de production	23
2.2 Tensions sur le marché du travail	25
3. Prix à l'importation	28
3.1 Inflation dans le monde	29
3.2 Prix du pétrole	25
3.3 Prix des matières premières	30
3.4 Indices des prix à l'import	31
4. Conditions monétaires et prix des actifs	33
4.1 Conditions monétaires	33
4.2 Prix des actifs	41
5. Evolution récente de l'inflation	42
5.1 Evolution de l'inflation	44
5.2 Biens et services	45
5.3 Biens échangeables et non échangeables	42
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 E.1.1 : Evolution et prévision de la production céréalière	15
Graphique 1.2 : Evolution de la pluviométrie durant la campagne agricole 2008-2009	16
Graphique 1.3 : Contributions en points de pourcentage des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance de la valeur ajoutée globale	16
Graphique 1.4 : Evolution en glissement annuel des valeurs ajoutées	17
Graphique 1.5 : Production passée et prévue dans le secteur industriel	17
Graphique 1.6 : Contributions des branches d'activités à la croissance globale	18
Graphique 1.7 : Evolution en glissement annuel de la valeur ajoutée du BTP et des ventes trimestrielles cumulées de ciment.....	18
Graphique 1.8 : Evolution trimestrielle en glissement annuel de la consommation finale des ménages, des crédits à la consommation, et des recettes de voyages	19
Graphique 1.9 : Evolution trimestrielle en glissement annuel de la formation brute de capital fixe, de la valeur ajoutée non agricole et des crédits à l'équipement	20
Graphique 2.1 : Output-gap global	23
Graphique 2.2 : Output-gap non agricole	23
Graphique 2.3 : Output-gap non agricole retardé et inflation sous-jacente	24
Graphique 2.4 : Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie	24
Graphique 2.5 : Productivité apparente du travail	24
Graphique 2.6 : Evolution des composantes du coût unitaire de production par secteur	24
Graphique 2.7 : PIB non agricole et chômage urbain, 2000 T1 - 2008 T4	25
Graphique 2.8 : Taux de chômage en milieu urbain	26
Graphique 2.9 : Evolution de la structure du chômage par âge	26
Graphique 2.10 : Evolution de l'emploi selon les secteurs d'activité	26
Graphique 2.11 : Indice des salaires moyens dans le secteur privé en termes nominal et réel	26
Graphique 2.12 : SMIG trimestriel en termes nominal et réel	27
Graphique 3.1 : Cours mondial du brent, en dollar US et en dirham	29
Graphique 3.2 : Indice des prix des produits énergétiques et des matières premières hors énergie	30
Graphique 3.3 : Indice des prix des produits alimentaires et des métaux et minerais	30
Graphique 3.4 : Perspectives d'évolution des indices des prix des matières premières	30
Graphique 3.5 : Indice des prix à l'import hors énergie	31
Graphique 3.6 : Indice des prix à l'import des produits alimentaires	31
Graphique 3.7 : Indice des prix à l'import des matières premières minières	32
Graphique 3.8 : Indice des prix à l'import des demi-produits	32
Graphique 3.9 : Evolution de l'indice des prix des matières premières hors énergie mondial et de l'IPM hors énergie national	32

Graphique 4.1 : Evolution du taux interbancaire	33
Graphique 4.2 : Evolution de la structure par terme des taux d'intérêt sur le marché des valeurs du Trésor	33
Graphique 4.3 : Evolution des taux débiteurs	34
Graphique E 4.1 : Evolutions de la position de liquidité (millions de DH) et du TMP (%) en moyenne trimestrielle	34
Graphique E 4.2 : Position de liquidité (millions de DH) et TMP du marché monétaire interbancaire	34
Graphique E 4.3 : Variation des réserves obligatoires	35
Graphique E 4.4 : Evolution de l'effet des facteurs de liquidité	35
Graphique E 4.5 : Intervention de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire	36
Graphique E 4.6 : Evolution de la moyenne et de l'écart-type du TMP du marché interbancaire	36
Graphique 4.4 : Croissance annuelle de M3 et sa tendance	36
Graphique 4.5 : Excédent monétaire	36
Graphique 4.6 : Evolution annuelle des composantes de M3	37
Graphique 4.7 : Croissance annuelle du crédit bancaire et sa tendance	37
Graphique 4.8 : Structure des crédits par agent économique	37
Graphique 4.9 : Evolution annuelle des principales catégories du crédit bancaire.....	37
Graphique 4.10 : Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets	38
Graphique 4.11 : Evolution trimestrielles des créances nettes sur l'Etat	38
Graphique 4.12 : Contributions des principales contreparties à la croissance de la masse monétaire	38
Graphique 4.13 : Evolution annuelle des placements liquides	38
Graphique E 4.1 : Volume moyen échangé sur le marché interbancaire marocain	39
Graphique E 4.2 : Marché interbancaire : exemple de la zone euro	39
Graphique E 4.3 : Crédit bancaire au Maroc	39
Graphique E 4.4 : Crédit bancaire Zone euro	39
Graphique E 4.5 : Evolution de la base monétaire	39
Graphique 4.14 : Evolution des titres des OPCVM monétaires et obligataires	40
Graphique 4.15 : PL4 et Masi	40
Graphique 4.16 : Taux de change du dirham	40
Graphique 4.17 : Taux de change effectif	40
Graphique 4.18 : Indices boursiers	41
Graphique 4.19 : Evolution des indices sectoriels en glissement trimestriel, T4/T3 2008	41
Graphique 5.1 : Inflation et inflation sous-jacente	42
Graphique 5.2 : Contributions des principales composantes glissement annuel de l'inflation	42
Graphique 5.3 : Prix du carburant à la pompe et prix du transport	43
Graphique E 5.1 : Contributions à l'inflation en 2008 par grandes rubriques	44
Graphique 5.4 : Cours mondial du pétrole et prix à la pompe au Maroc, en DH	45
Graphique 5.5 : Prix relatifs des biens transformés et des services hors transport privé par rapport à l'inflation	45
Graphique 5.6 : Contributions des prix des biens et services à l'inflation	45

Graphique 5.7 : Ecart des taux d'inflation entre biens transformés et services hors transport privé	46
Graphique 5.8 : Indices des prix des biens échangeables et non échangeables	46
Graphique 5.9 : Contributions des échangeables et non échangeables à l'inflation	46
Graphique 5.10 : Indices des prix à la production industrielle	47
Graphique 5.11 : Contribution des principales rubriques à l'indice des prix à la production manufacturière	47
Graphique 5.12 : Indice de l'industrie de raffinage et prix du Brent	47
Graphique 5.13 : Prix des produits alimentaires au Maroc et sur les marchés internationaux	48
Graphique 6.1 : Indicateur de demande étrangère adressée au Maroc	50
Graphique 6.2 : Perception de l'inflation selon les chefs des entreprises pour les trois prochains mois	51
Graphique 6.3 : Fan chart des prévisions de l'inflation 2009 T1 - 2010 T2	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 : Données de la campagne agricole 2008-2009 au 9 février 2009	14
Tableau 1.3 : Evolution de la balance commerciale au mois de janvier	21
Tableau 2.1 : Indicateurs trimestriels d'activité et de chômage par milieu de résidence	26
Tableau 3.1 : Evolution récente de l'inflation dans le monde	28
Tableau 3.2 : Prévisions du prix actuel du pétrole (Brent) sur le marché des futures	29
Tableau 3.3 : Evolution des Futures et des prévisions du blé	30
Tableau 4.1 : Evolution des taux de rendement des bons du Trésor à court terme sur le marché primaire	33
Tableau 4.2 : Taux créditeurs	34
Tableau 4.3 : Valorisation du marché des actions	41
Tableau 5.1 : L'inflation et ses composantes	43
Tableau 5.2 : Prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur	43
Tableau 5.3 : Indices des prix des biens et services	45
Tableau 5.4 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables	46
Tableau 6.1 : Prévision de l'inflation pour 2009 T1 - 2010 T2	51

LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 1.1 : Prévision de la production céréalière selon 3 méthodes par Bank Al-Maghrib	15
Encadré 4.1 : Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire	34
Encadré 4.2 : Absence d'impact direct de la crise financière internationale sur les conditions monétaires au Maroc	39
Encadré 5.1 : Evolution des prix en 2008	44

بنك المغرب
بنك المغرب

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 24 mars 2009

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu sa réunion trimestrielle le mardi 24 mars 2009.
2. Au cours de cette réunion, le Conseil a examiné l'évolution récente de la situation économique, monétaire et financière et les prévisions d'inflation à l'horizon du deuxième trimestre de l'année 2010.
3. L'inflation s'est établie à 3,9% en glissement annuel au quatrième trimestre de l'année 2008, conformément à la prévision centrale publiée dans le Rapport sur la politique monétaire du 23 décembre 2008. Les dernières données disponibles montrent que la hausse des prix s'est située à 3,8% en février, après avoir atteint 4% en janvier. Cette évolution reflète principalement la forte hausse des prix des produits frais, tandis que la tendance fondamentale des prix demeure orientée à la baisse comme le confirme le repli très rapide du rythme de progression de l'indice de l'inflation sous-jacente, revenu de 3,3% en décembre à 2,8% en janvier, et à 1,3% en février.
4. L'évaluation du Conseil est que la poursuite du mouvement de décélération de l'inflation est le résultat du ralentissement de l'inflation des biens échangeables. En effet, l'atténuation des tensions sur les prix des matières premières non énergétiques, particulièrement ceux des produits alimentaires de base, et du pétrole, a contribué de façon importante au repli de l'inflation des biens échangeables. Cette orientation est corroborée par l'évolution des prix à la production industrielle qui ont été les plus impactés par le mouvement de baisse des cours du pétrole et des matières premières non énergétiques importées, enregistrant une diminution de 2,8% en décembre et de 7,8% en janvier 2009.
5. Dans une conjoncture mondiale marquée par une très grande incertitude et une récession sévère dans les principaux pays développés, la croissance économique nationale devrait relativement bien résister en 2009, essentiellement à la faveur d'une bonne performance du secteur agricole et, dans une moindre mesure, de la demande intérieure. Les dernières données et estimations disponibles indiquent que la croissance du PIB s'est établie à 4,8% au quatrième trimestre 2008, contre respectivement 5,4% et 6,5% aux troisième et deuxième trimestres. Les retombées du ralentissement de l'activité mondiale se manifestent principalement au niveau des exportations, du tourisme, des transferts des marocains résidant à l'étranger et, éventuellement, des investissements directs étrangers. En conséquence, le rythme de progression des secteurs non agricole devrait ralentir au cours des prochains trimestres.

6. Pour leur part, les conditions monétaires montrent que la décélération du crédit s'est poursuivie, avec un rythme d'augmentation en glissement annuel de 21% en février, après 25% au quatrième trimestre 2008. Pour 2009, les prévisions tablent sur une progression de 16%. Parallèlement, la résorption de l'excédent monétaire des agents non financiers concourt à l'atténuation des pressions sur les prix.

7. Au total, la prévision centrale de l'inflation et de l'inflation sous-jacente à l'horizon des six prochains trimestres ont été actualisées à la baisse par rapport au Rapport sur la politique monétaire de décembre 2008. Cela résulte de l'ampleur et du caractère prolongé de la contraction de l'activité économique mondiale et de ses répercussions sur la croissance domestique, ainsi que du ralentissement significatif des prix mondiaux des matières premières et de l'inflation au niveau des principaux partenaires du Maroc. L'inflation devrait en conséquence évoluer à un rythme durablement inférieur à 3% sur l'horizon de prévision, avec une prévision moyenne de l'ordre de 2,6% et ce, jusqu'au deuxième trimestre 2010. Pour sa part, la prévision de l'inflation sous-jacente indique qu'elle se situerait autour de 2% sur l'horizon de prévision.

8. Les risques d'origine interne et externe entourant la prévision centrale sont orientés à la baisse sur l'horizon de prévision, notamment du fait des perspectives internationales qui devraient encore se dégrader au cours des prochains trimestres. Dans cet environnement, les pressions émanant de la demande devraient refluer. La transmission en cours de la baisse des cours mondiaux aux prix domestiques devrait se poursuivre, comme il ressort de l'évolution et des perspectives des prix à l'importation, des prix à la production industrielle et des prix des biens échangeables. Au-delà de l'année 2009, la volatilité des prix des matières premières constitue toutefois une source d'incertitude.

9. Dans ce contexte, caractérisé par une orientation à la baisse des risques et une prévision centrale de l'inflation durablement en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, le Conseil a décidé de baisser le taux directeur à 3,25%, tout en suivant de près l'ensemble de ces éléments.

10. Le Conseil, sur la base de l'opinion du commissaire aux comptes de Bank Al-Maghrib, et après examen, a approuvé les comptes de la Banque ainsi que l'affectation du résultat au titre de l'exercice 2008.

11. Le Conseil a également examiné et approuvé le programme d'audit interne pour l'année 2009, ainsi que la charte d'audit interne.

APERÇU GÉNÉRAL

L'environnement international, caractérisé par l'entrée en récession des économies des principaux pays partenaires du Maroc et un fort repli des cours des matières premières, n'a pas manqué de se répercuter sur l'évolution de l'inflation, confirmant l'analyse et les prévisions du précédent Rapport sur la politique monétaire. En effet, le recul de l'inflation mondiale et des prix à l'importation se transmet aux prix intérieurs, toutefois graduellement, en raison du délai d'écoulement des stocks et des comportements de marge. Dans ces conditions, l'inflation s'est établie à 4% en janvier, après avoir atteint 4,2% en décembre, tandis que la baisse est plus perceptible au niveau de l'inflation sous-jacente, dont le rythme est revenu de 3,3% à 2,8%. Ce reflux de l'inflation est attribuable à la décélération de la hausse des prix des biens échangeables qui a nettement atténué l'impact de l'augmentation de l'inflation des biens non échangeables. La décline de l'inflation est également confirmée par l'évolution des prix à la production industrielle qui ont accusé une baisse de 7,8% en janvier, faisant suite à celle de 2,8% enregistrée en décembre 2008.

Consécutivement à la détérioration du contexte mondial, les prévisions d'activité établies dans le cadre du Rapport sur la politique monétaire de décembre 2008 ont été revues à la baisse. En effet, le PIB devrait progresser en 2008 de 5,8% au lieu d'une fourchette de 6% à 6,5%. En 2009, la croissance économique connaîtrait une légère décélération pour se situer autour de 5%, tirée essentiellement par une performance des activités agricoles supérieure à la moyenne. L'output gap global se situerait en 2009 et en 2010 à un niveau inférieur à celui de 2008, tout en demeurant positif.

De fait, l'évolution de la valeur ajoutée des activités non agricoles se limiterait à 3,9%, soit le taux le plus faible au cours des six dernières années. L'output gap non agricole afficherait ainsi une valeur négative en 2009, avant d'enregistrer un léger redressement en 2010. En effet, la conjoncture atone dans la zone euro ne manque pas d'affecter l'économie nationale, à travers les canaux de transmission d'ordre réel : exportations, investissements directs étrangers, tourisme et transferts des MRE. Ceci est confirmé par les évolutions récentes au plan sectoriel, comme le montre notamment le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur industriel, calculé à partir de l'enquête mensuelle de Bank Al-Maghrib, qui a atteint son niveau le plus bas depuis 2007. Si les conditions d'emploi ont globalement enregistré une légère amélioration au cours du quatrième trimestre 2008, cette évolution est imputable uniquement au recul du taux chômage en milieu rural, en rapport avec l'amélioration de la campagne agricole. Au total, l'ensemble de ces éléments laisse entrevoir une dissipation sensible des pressions sur les prix au cours des prochains trimestres.

Pour leur part, les conditions monétaires laissent également entrevoir une poursuite de l'atténuation des pressions sur les prix. En effet, le ralentissement de la création monétaire, observé depuis plusieurs trimestres, s'est traduit par la poursuite de la résorption de l'excédent monétaire des agents non financiers. De fait, la décélération du crédit s'est poursuivie, avec un rythme de 21% en janvier et une légère baisse en glissement mensuel, tout en demeurant supérieure à sa tendance de long terme. L'analyse de la structure du crédit indique un ralentissement, dans les mêmes proportions, pour l'ensemble des agents non financiers. Cette évolution laisse entrevoir un retour progressif de la croissance du crédit à des niveaux compatibles avec sa tendance de long terme.

S'agissant des taux débiteurs, les données de l'enquête de Bank Al-Maghrib relative au quatrième trimestre 2008 font ressortir une hausse limitée du taux moyen pondéré, recouvrant notamment un léger accroissement des taux appliqués aux crédits à la consommation et aux prêts immobiliers et une baisse des taux sur les prêts à l'équipement.

Au total, l'analyse confirme la persistance de l'orientation à la baisse des risques sur l'évolution future des prix. La prévision centrale de l'inflation et de l'inflation sous-jacente à l'horizon des six prochains trimestres a été révisée à la baisse par rapport au Rapport sur la politique monétaire de décembre 2008. Ce réajustement tient à l'ampleur et au caractère durable de la contraction de l'activité économique mondiale et à ses répercussions sur la croissance domestique, ainsi qu'au ralentissement significatif des prix mondiaux des matières premières et de l'inflation au niveau des principaux partenaires du Maroc. Ainsi, l'inflation devrait évoluer à un rythme durablement inférieur à 3% sur l'horizon de prévision, avec une prévision moyenne de l'ordre de 2,6%. Au terme de l'horizon de prévision, soit au deuxième trimestre 2010, elle devrait se situer autour de 2,6%. Pour l'année 2009, l'inflation se situerait en moyenne à 2,6%, avec une baisse au deuxième trimestre pour s'établir à 2,2%, puis une stabilisation autour de 2,5% durant les trimestres suivants.

Les risques entourant la prévision centrale sont orientés à la baisse. Au plan externe, l'indicateur de la demande étrangère adressée au Maroc indique que les perspectives de l'environnement international devraient se détériorer au cours des prochains trimestres, se traduisant ainsi par un reflux des pressions sur l'inflation. Au-delà de l'année 2009, la volatilité des prix des matières premières constitue toutefois une source d'incertitude. 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. Ces dernières pourraient davantage s'atténuer dans le contexte d'une dégradation plus importante qu'anticipé de l'activité. La transmission de la baisse des cours mondiaux aux prix domestiques, qui commence à s'opérer devrait se poursuivre comme il ressort de l'évolution et des perspectives des prix à l'importation, des prix à la production industrielle et des prix des biens échangeables. En outre, l'examen des conditions de l'offre et de la demande globales laisse entrevoir un reflux des tensions sur le marché du travail. L'augmentation programmée de 5% du SMIG en juillet 2009 constitue cependant un facteur d'incertitude quant à cette évolution.

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

Dans un contexte mondial marqué par une récession sévère dans les principaux pays développés, la croissance économique nationale en 2009 devrait se situer autour de 5%, à la faveur essentiellement d'une bonne performance du secteur agricole. La valeur ajoutée non agricole devrait ralentir, pour évoluer autour de 3,9%, soit le taux le plus faible sur les six dernières années. En effet, les retombées du ralentissement de l'activité mondiale se manifestent principalement au niveau de la demande étrangère, du tourisme, des transferts des marocains résidant à l'étranger et des investissements directs étrangers. Toutefois, le déficit commercial devrait se contracter consécutivement à la baisse des importations, suite notamment, au repli des prix des matières premières et des produits énergétiques ainsi qu'au ralentissement de l'activité. Les exportations, impactées par le recul des cours mondiaux du phosphate et dérivés et de certaines exportations industrielles, devraient également connaître une régression. Dans ce contexte, le déficit du compte courant s'améliorerait en pourcentage du PIB par rapport à l'année précédente. La demande intérieure continuerait à soutenir la croissance, parallèlement à la vigueur de la consommation des ménages résidents et à la poursuite du dynamisme de l'investissement public, toutefois à un rythme moindre que les années précédentes. L'analyse des conditions de l'offre et de la demande globales tend à révéler une dissipation des pressions sur les prix au cours des prochains trimestres.

1.1 Production

Au cours de l'année 2008, l'économie nationale a évolué dans un contexte peu propice, caractérisé par l'entrée en récession des économies des principaux pays partenaires. Dans ce contexte, les prévisions établies dans le cadre du Rapport sur la politique monétaire de décembre 2008 ont été revues à la baisse. En effet la croissance économique devrait s'établir autour de 5,8% au terme de 2008, tirée par une croissance agricole de l'ordre de 10,5% et une performance des activités non agricoles limitée à 5,1% contre 6,1% un an auparavant.

En 2009, la croissance économique devrait encore connaître une légère décélération pour se situer autour de 5%, à la faveur essentiellement d'une performance des activités agricoles supérieure à la moyenne. En revanche, l'évolution de la valeur ajoutée des activités non agricoles se limiterait à 3,9%, soit le taux le plus faible sur les six dernières années.

Au niveau sectoriel, la valeur ajoutée du secteur agricole a augmenté de 11,6% au quatrième trimestre 2008. Au premier trimestre 2009, cette croissance serait de l'ordre de 17%, bénéficiant de conditions climatiques très favorables. En effet, le niveau pluviométrique élevé enregistré

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

Branches d'activités	2007		2008			2009
	TIV	TI	TII	TIII	TIV(p)	TI (p)
Agriculture	-21,0	10,9	11,2	10,4	11,6	17,0
VA non agricole	6,4	6,5	5,8	4,3	3,7	3,2
Pêche	-8,5	44,7	-16,5	17,4	15,2	3,7
Industrie d'extraction	5,5	2,6	-1,8	-2,9	-3,1	-4,0
Industrie (hors raffinage de pétrole)	5,0	5,3	4,3	2,7	2,7	2,5
Raffinage de pétrole et autres produits d'énergie	56,5	23,1	-0,4	-7,7	-5,0	-12,0
Electricité et eau	1,0	6,6	6,3	-0,1	-1,1	-1,0
Bâtiment et travaux publics	9,8	10,3	10,6	9,4	8,7	8,0
Commerce	3,2	5,1	5,3	2,9	2,7	2,9
Hôtels et restaurants	3,2	-1,8	-1,7	-3,3	-5,0	-10,0
Transports	10,2	6,2	4,2	3,6	3,1	3,5
Postes et télécommunications	10,2	11,0	13,6	9,0	8,6	7,2
Activités financières et assurances	21,3	20,2	19,4	17,6	11,7	10,5
Services rendus aux entreprises et services personnels	8,2	6,8	6,2	5,1	5,7	5,0
Administration publique générale et sécurité sociale	2,8	5,7	6,3	5,4	5,5	5,0
Education, santé et action sociale	8,7	4,5	5,3	4,3	4,1	5,5
VA au prix de base	1,8	7,1	6,6	5,1	4,8	5,1
Impôts sur les produits nets des subventions	10,0	6,6	4,9	5,9	4,6	4,8
Produit intérieur brut	2,7	7,0	6,5	5,4	4,8	5,5

Sources : HCP, prévisions de BAM

depuis le démarrage de la campagne agricole 2008-2009 jusqu'à février 2009, a permis une nette amélioration des ressources hydriques et a eu un effet bénéfique sur le secteur agricole dans son ensemble, à travers notamment le bon développement des stades végétatifs des cultures céréalières d'automne, l'installation progressive de nouvelles plantations fruitières et l'amélioration de la végétation des terrains de parcours, qui affecte positivement l'activité de l'élevage. Ces évolutions conjuguées aux mesures incitatives visant à optimiser le potentiel existant, devraient confirmer la tendance observée depuis le lancement de cette campagne et conforter les résultats attendus. Il y a lieu de signaler que les pertes limitées, enregistrées au niveau du Gharb, ont été atténuées par la mise en place de plans de reconversion des cultures sinistrées.

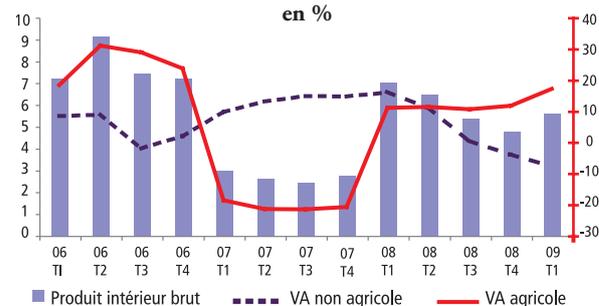
Le cumul pluviométrique moyen national au 9 février 2009, s'est élevé à 466 mm, soit un niveau trois fois supérieur à celui atteint à la même date de la campagne précédente. De même, le taux de remplissage des barrages à usage agricole s'est approché de son point culminant, passant de 48% l'année précédente à 81%. Ceci inciterait à une augmentation des dotations en eau allouées aux périmètres irrigués, favorables essentiellement aux cultures maraîchères et sucrières.

En revanche, à fin février 2009, les ventes de primeurs à l'étranger ont marqué un ralentissement de leur rythme de progression depuis le début de la campagne d'exportation en revenant de 5,5% à 2% et celles des agrumes se sont contractées de 4%, après un accroissement de 40%.

Parallèlement, la commercialisation de céréales de juin 2008 à janvier 2009 a plus que doublé, comparativement à la même période de la campagne précédente, ce qui favoriserait l'activité de la minoterie industrielle et réduirait les importations.

Au niveau des activités de la pêche, la production halieutique a connu en 2008 une reprise estimée à 16%, après la contraction de 14,4% au terme de

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



Sources : HCP, prévisions de BAM

Tableau 1.2 : Données de la campagne agricole 2008-2009 au 9 février 2009

	2007-2008 (1)	2008-2009 (2)	Variation en % (2)/(1)
Indicateurs pluviométriques			
Cumul pluviométrique (en mm)	173,0	466,0	169,4
Taux de remplissage (en %)	48,0	81,0	-
Superficies semées (en milliers d'Ha)			
Céréales d'automne	5 000,0	5 100,0	2,0
Légumineuses	235,0	251,0	6,8
Cultures fourragères	356,0	424,0	19,1
Betterave à sucre	57,3	55,3	-3,5
Intrants agricoles (en milliers de qx)			
Semences	650,5	670,0	3,0
Engrais	4 800,0	4 850,0	1,0
Exportations d'agrumes et de primeurs (en milliers de tonnes)			
Primeurs	430,3	437,6	1,7
Agrumes	371,0	355,5	-4,2

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

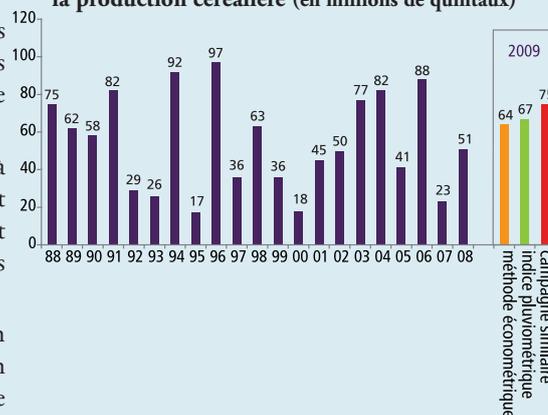
Encadré 1.1 : Prédiction de la production céréalière selon 3 méthodes par Bank Al-Maghrib

Le secteur agricole joue un rôle important dans l'économie nationale de par son influence sur l'activité. C'est à ce titre que les données des réalisations du secteur revêtent une importance particulière pour alimenter les différents modèles de prévision de l'activité et de l'inflation de Bank Al-Maghrib. Les données officielles se rapportant au secteur agricole ne sont disponibles, cependant, que plusieurs mois après la fin de la campagne agricole, alors que les conditions qui orientent en grande partie la production agricole sont observées bien avant cette échéance. Aussi, 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 et de la valeur ajoutée agricole.

Ce dispositif englobe trois outils de prévision :

- Un modèle économétrique spatial¹ basé sur l'estimation d'équations linéaires reliant le rendement aux pluviométries mensuelles enregistrées depuis le début de la campagne jusqu'à la date d'établissement de la prévision ;
- Une méthode de détection des campagnes similaires qui consiste à déterminer, pour chaque zone géographique, les campagnes dont les conditions climatiques sont semblables à celles prévalant durant la campagne actuelle, en se basant sur une analyse en composantes principales ;
- Une méthode basée sur l'établissement et l'utilisation d'un indicateur pluviométrique fortement corrélé avec la production céréalière et qui tient compte des répartitions spatiale et temporelle des précipitations pour la prévision de la production céréalière nationale.

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

Les deux premières méthodes sont appliquées par zone géographique et par culture céréalière d'automne (blé dur, blé tendre et orge) en cohérence avec les recommandations de l'Organisation des Nations Unies pour l'Alimentation et l'agriculture pour les exercices de prévision des rendements des cultures. Une agrégation des résultats permet ensuite d'obtenir les résultats nationaux, alors que la troisième méthode fournit, sur la base de la dernière estimation de l'indicateur pluviométrique, une prévision de la production céréalière globale.

L'implémentation de ces instruments aux données pluviométriques du début de la campagne à fin janvier 2009 donne respectivement des prévisions préliminaires de 64, 67 et 75 millions de quintaux pour le modèle économétrique, la méthode de l'indicateur pluviométrique et la méthode de détection des campagnes similaires, soit une prévision moyenne de 68,5 millions de quintaux, en hausse de 33% par rapport à la campagne précédente et de 20% par rapport à la moyenne des cinq dernières campagnes.

Par culture, les productions du blé tendre, du blé dur et de l'orge progresseraient de respectivement 37%, 6% et 47%. La faible croissance prévue de la production du blé dur est liée aux faibles performances attendues de la production dans les principales zones productrices, négativement impactées par la forte pluviométrie du début de la campagne. Au niveau régional, la plupart des zones céréalières observeraient un excédent de la production par rapport à la moyenne des cinq dernières années.

La production de la campagne actuelle restera, cependant, conditionnée par les évolutions climatiques observées durant le mois de mars 2009, périodes d'épiaison, de formation et de remplissage des grains, dont le poids moyen est une composante essentielle de la formation du rendement.

¹ Les unités spatiales analysées sont les zones géographiques d'intervention des administrations régionales du Ministère de l'agriculture (Directions Provinciales de l'Agriculture et Offices Régionaux de Mise en Valeur Agricole) qui représentent une bonne homogénéité.

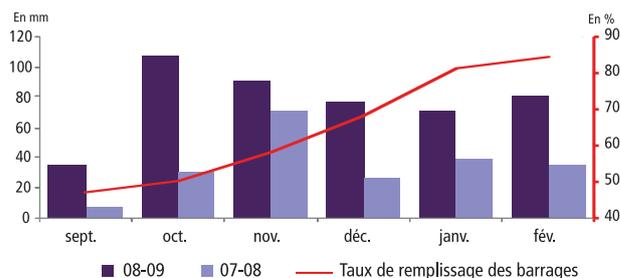
l'année précédente. Cette évolution est attribuable à la progression des prises de la pêche côtière et hauturière respectivement de 14% et 26,8%, consécutivement à la nette reconstitution des ressources en poisson pélagique et céphalopodes. Face à la faiblesse des résultats enregistrés par ce secteur au cours des dernières années et afin d'améliorer ses performances et d'augmenter sa contribution à la croissance économique, un programme de modernisation de la flotte nationale a été mis en place à la fin de 2008, bénéficiant d'un soutien financier de l'Etat et des établissements bancaires.

Concernant le secteur secondaire, sa valeur ajoutée a augmenté de 2,8% au cours du quatrième trimestre 2008, contre une progression respectivement de 3,1% et 5,6% au troisième trimestre 2008 et au quatrième trimestre 2007. Cette croissance devrait ralentir à 2,5% au premier trimestre 2009, contre 6,2% au même trimestre de l'année précédente.

La valeur ajoutée des activités extractives a baissé de 3,1% au quatrième trimestre 2008. En effet, après une stagnation au cours des neuf premiers mois de l'année, la production marchande de l'OCP a connu un recul de 7,2%. Le volume des exportations, à fin décembre, de phosphates et d'acide phosphorique s'est dans ce contexte contracté respectivement de 15% et de 28%. Au premier trimestre 2009, la valeur ajoutée du secteur évoluerait selon la même tendance, soit une baisse de 4%. A fin janvier 2009, les exportations de phosphates se sont contractées en volume de 80% et en valeur de 53,7%. De même, les exportations d'acide phosphorique ont baissé en volume de 71% et en valeur de près de 29%.

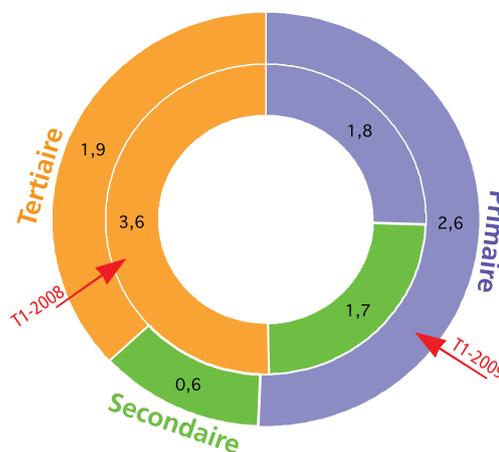
Au quatrième trimestre 2008, la valeur ajoutée du secteur industriel hors raffinage de pétrole devrait se situer autour de 2,7% et se limiter à 2,5% au premier trimestre 2009, soit le taux le plus faible de ces deux dernières années. Les indicateurs d'activité au niveau de ce secteur semblent se détériorer. En effet, l'indice de la production des industries manufacturières a enregistré une

Graphique 1.2 : Evolution de la pluviométrie durant la campagne agricole 2008-2009



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

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



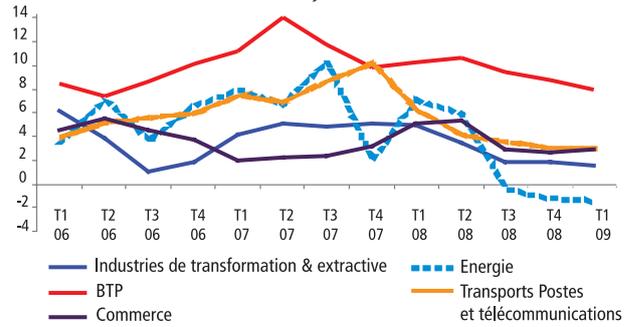
Sources : HCP, prévisions de BAM

baisse de 4,4% au cours du quatrième trimestre 2008 par rapport à la même période de 2007. Les résultats de l'enquête de conjoncture, du mois de janvier 2009, de Bank Al-Maghrib dans l'industrie, indiquent que la production industrielle s'est stabilisée d'un mois à l'autre et que le niveau des commandes reçues par les entreprises est inférieur à son niveau habituel, alors que celui des stocks de produits finis est estimé supérieur à la normale. Suite à l'amélioration des ventes locales, les ventes globales ont connu une progression dans l'ensemble des branches à l'exception des industries du textile et du cuir et des industries mécaniques et métallurgiques, impactées par la contraction de la demande étrangère. En outre, le taux d'utilisation des capacités de production s'est stabilisé d'un mois à l'autre pour s'établir à 66%. Par ailleurs, la valeur des importations des produits finis d'équipement industriel a stagné à fin janvier 2009.

Pour sa part, la valeur ajoutée du secteur du raffinage de pétrole a connu une diminution de 5%, au quatrième trimestre 2008, sous l'effet d'une baisse de 10,9% de la production de la SAMIR, en raison de la préparation de l'introduction sur le marché local du Gasoil 50 ppm. Pour leur part, les ventes locales ont connu une décélération revenant de 14,3% au troisième trimestre 2008 à 9,4% au quatrième trimestre. La valeur ajoutée des activités énergétiques devrait baisser de 1,3%, au premier trimestre 2009, suite à une contraction de 12% de la valeur ajoutée de l'industrie du raffinage de pétrole et de 1% de celle de la branche « électricité et eau ».

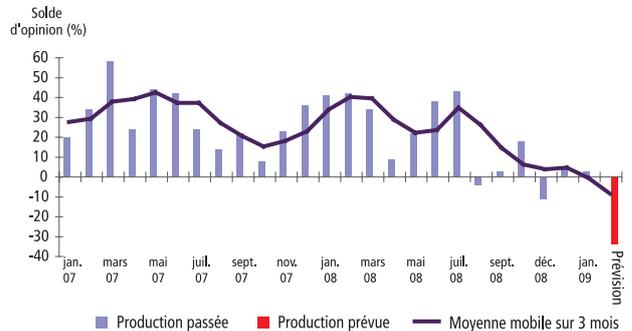
Malgré une légère décélération de son rythme d'évolution, le secteur du BTP devrait progresser au premier trimestre 2009 de 8%. En effet, les ventes de ciments au mois de janvier 2009 ont totalisé 1,1 million de tonnes, en progression de 0,45% par rapport à janvier 2008 et en expansion de 45% par rapport à décembre 2008. De plus, ce secteur continuerait de bénéficier de la poursuite des grands chantiers d'infrastructure, notamment publics, et de la vigueur de la demande en logements neufs. A fin janvier 2009, environ

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



Sources : HCR, prévisions de BAM

Graphique 1.5 : Production passée et prévue dans le secteur industriel



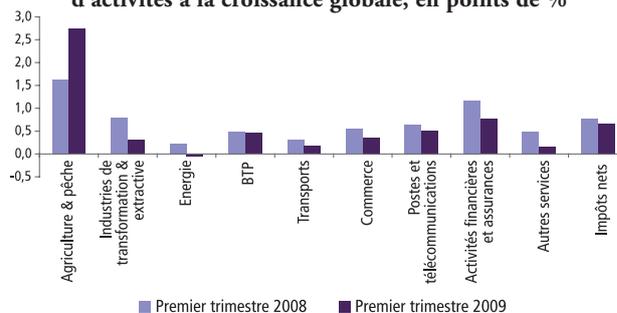
Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

45.000 ménages ont bénéficié de la garantie du crédit accordé dans la cadre du FOGARIM pour un montant global de 6,5 milliards de dirhams.

Le ralentissement du rythme de progression des activités tertiaires entamé au troisième trimestre 2008, devrait se prolonger au quatrième trimestre 2008 et au premier trimestre de l'année 2009, avec des hausses respectives de 5,2% et 4,8%, contre 5,8% au troisième trimestre 2008 et 7,9% au quatrième trimestre 2007. Ce repli s'explique essentiellement par la baisse de la valeur ajoutée de la branche « hôtels et restaurants » et par la décélération du rythme de croissance des activités relatives aux secteurs du commerce, postes et télécommunications et des activités financières et assurances.

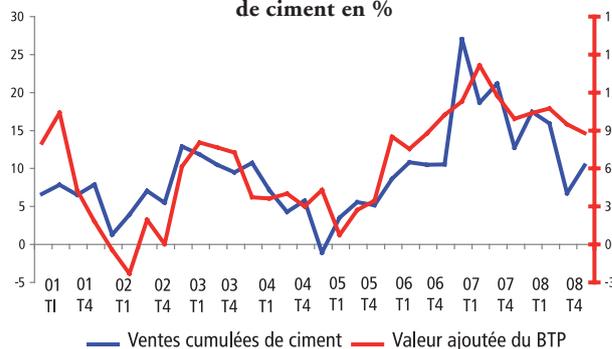
Les signes d'essoufflement de l'activité touristique se sont confirmés en janvier 2009. Les nuitées recensées au niveau des hôtels classés ont régressé de 2% par rapport à la même période de l'année précédente, en liaison avec le ralentissement du rythme de progression des arrivées touristiques revenant de 11% à 8% et le recul du taux d'occupation au niveau des principales destinations nationales. Le repli est plus accentué au niveau des recettes voyages qui ont baissé d'un cinquième, pour s'établir à 3,5 milliards de dirhams contre 4,3 milliards en janvier 2008. Toutefois, l'incertitude qui menace l'évolution de ce secteur se trouve atténuée, par l'adoption par les pouvoirs publics, à partir de 2009, d'actions additionnelles à celles prévues initialement dans la stratégie touristique, essentiellement au niveau des villes de Marrakech, de Fès, de Casablanca et d'Agadir pour diversifier l'offre touristique, renforcer les partenariats avec les tours opérateurs et maintenir la confiance des investisseurs impliqués dans les projets de la vision 2010. De plus, la préférence des touristes notamment européens pour les destinations proches, pourrait constituer un facteur favorable pour les perspectives d'évolution à court terme, à la suite de l'entrée en vigueur progressive de l'accord de l'Open Sky au cours de ces dernières années.

Graphique 1.6 : Contributions des branches d'activités à la croissance globale, en points de %



Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM

Graphique 1.7 : Evolution en glissement annuel de la valeur ajoutée du BTP et des ventes trimestrielles cumulées de ciment en %



Sources : HCP, prévisions de BAM

Impactée par le ralentissement des activités non agricoles, la valeur ajoutée du secteur du transport croîtrait au premier trimestre 2009 de 3,5% contre 6,2% à la même période de l'année précédente. La baisse de 3,8% du trafic des passagers aériens, à fin janvier 2009, liée à la contraction de 4,4% du trafic des passagers commerciaux dont l'impact négatif a été atténué par une expansion de 64,2% de celui des passagers non commerciaux, laisse indiquer la poursuite de cette tendance. Les recettes au titre des services de transport à l'international se sont accrues de 14,9%, pour atteindre 1,6 milliard de dirhams au lieu de 1,4 milliard en janvier 2008.

Le secteur des postes et télécommunications a affiché une croissance de 8,6% au quatrième trimestre 2008. Le parc mobile a atteint 22,8 millions d'abonnés, soit une progression annuelle d'un peu plus de 14%. Quant au marché de la téléphonie fixe, il a réalisé une hausse de 25% par rapport à l'année précédente. Cette évolution est tirée en grande partie par la croissance des services fixes avec mobilité restreinte. Le parc total Internet a, quant à lui, atteint 757.453 abonnés en hausse de 44% par rapport à 2007. Au premier trimestre 2009, la croissance du secteur serait de l'ordre de 7,2% contre 11% au premier trimestre 2008, indiquant ainsi un ralentissement de la valeur ajoutée du secteur.

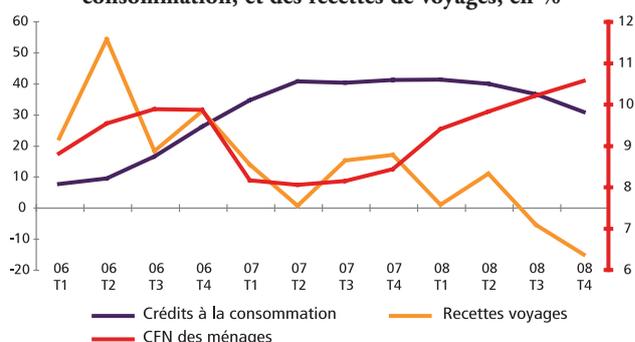
1.2 Consommation

La consommation finale des ménages s'est renforcée en 2008. Selon les prévisions de Bank Al-Maghrib, elle devrait progresser de 10% en termes nominaux, soit à un rythme plus accéléré que celui de 8,2% enregistré en 2007. En termes réels, elle aurait augmenté de 5,6% contre 3,8% en 2007. Malgré un environnement international peu propice, les dépenses des ménages résidents ont été soutenues par l'amélioration des revenus intérieurs et du niveau de l'emploi. L'augmentation des salaires nets suite au dialogue social et à la refonte du barème de l'impôt sur le revenu ainsi qu'à la baisse du taux de chômage ont contribué à l'amélioration du pouvoir d'achat des ménages. De même, le système de compensation a atténué

les pressions inflationnistes découlant de la hausse des prix des produits alimentaires et énergétiques importées, préservant ainsi le pouvoir d'achat des ménages. L'Etat a ainsi consacré, en 2008, 31,5 milliards de dirhams pour la subvention des prix. Les dépenses de compensation ont en effet atteint 4,7% du PIB global au lieu de 2,7% un an auparavant.

Par ailleurs, les crédits à la consommation ont augmenté de 27,6% en 2008 après une progression de 41,4% en 2007. Parallèlement, les importations des produits finis de consommation se sont caractérisées par une diminution de leur cadence de croissance enregistrant une hausse de 8,5% seulement, à la faveur principalement, de l'acquisition des voitures de tourisme.

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



Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM

Pour leur part, les recettes voyages ont reculé de 3,5% en 2008, en demeurant toutefois en progression de 29,9% par rapport à la moyenne de la période 2003-2007. En janvier 2009, elles accusent une baisse de 20%, reflétant ainsi la contraction du secteur du tourisme, impacté par la crise mondiale. Les transferts des marocains résidant à l'étranger ont également connu une baisse de 2,4% en 2008, par rapport au niveau enregistré en 2007. Cette réduction des transferts pourrait être plus forte dans les prochains mois, principalement à la suite des licenciements massifs au niveau des entreprises en Europe. Ce recul pourrait, toutefois, être atténué par les filets sociaux qui forment un complément de revenu aux travailleurs dans les périodes de ralentissement de l'activité. En janvier

2009, les transferts des MRE ont baissé de 14,2%, annonçant une contraction de la consommation des ménages non résidents sur le reste de l'année.

Pour la consommation finale des administrations publiques, elle a enregistré une hausse de 5,1% en valeur et de 4,7% à prix constants. Les dépenses de fonctionnement ont augmenté de 8%, soit 106,1 milliards de dirhams pour couvrir les dépenses du personnel et des autres biens et services.

La consommation finale des ménages devrait être moins vigoureuse, pour croître de 6,9% en 2009 contre 10% en 2008, en liaison avec l'accentuation des effets de la crise sur l'économie nationale. Cette évolution est déjà perceptible à travers des perspectives d'activité moins favorables dans les secteurs de l'industrie et du commerce, le ralentissement des crédits à la consommation, revenu de 41,5% en janvier 2008 à 27,4% en janvier 2009, ou encore la baisse des transferts provenant de l'étranger. Néanmoins, la revalorisation des salaires et la baisse du prix de certains carburants et des denrées alimentaires, ainsi que l'augmentation des investissements publics pourraient constituer un stimulant pour la demande intérieure globale. Au total, la progression de la consommation finale nationale se situerait aux alentours de 6,9%.

1.3 Investissement

Le dynamisme de l'investissement a été consolidé au cours de l'année 2008. La formation brute de capital fixe devrait augmenter de 18,3% en termes nominaux, avec un taux d'investissement brut de l'ordre de 36,5% du PIB, suite à l'expansion des investissements publics. En effet, les dépenses d'investissement du Trésor se sont élevées à 38,2 milliards de dirhams au terme de l'année 2008, soit une hausse de 35,3% contre 18,3% une année auparavant. Le total des investissements publics, y compris ceux des entreprises publiques, a atteint 111,2 milliards de dirhams, soit 16,6% du PIB.

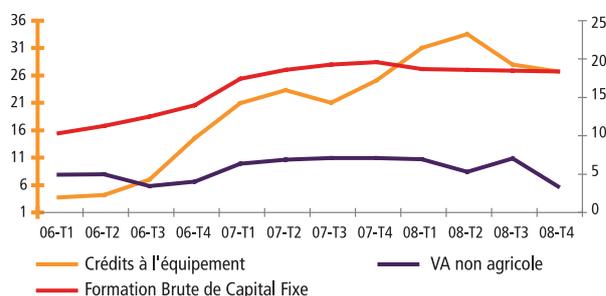
Parallèlement, 40 projets ont été validés par la commission des investissements au cours de l'année 2008, pour un montant total de 36,7 milliards

de dirhams. Ces projets concernent les secteurs du tourisme, des infrastructures, des industries de l'agroalimentaire, de l'aéronautique, de la chimie et des cimenteries. En termes d'emploi, il est escompté que ces intentions d'investissement créent 12.890 postes.

En revanche, les recettes au titre des investissements et prêts privés étrangers se sont établies à 31,7 milliards de dirhams contre 41,4 milliards en 2007, soit une baisse de 23,3%. Néanmoins, elles restent supérieures à la moyenne des recettes sur la période 2003-2007, soit 30 milliards de dirhams. Dans ce total, les recettes des investissements directs étrangers, qui ont représenté 83%, ont accusé une baisse de 30,6%, passant de 38 milliards de dirhams à 26,3 milliards. Les secteurs les plus touchés par cette baisse sont le transport, le tourisme et le commerce.

Par ailleurs, reflétant le dynamisme de l'investissement, les importations des produits finis d'équipement ont enregistré une hausse en valeur de 26,8% en 2008. En volume, elles ont accusé une baisse de 18%. Pour sa part, le rythme de progression annuelle des crédits à l'équipement a connu une décélération, passant de 27,3% en 2007 à 19% en 2008.

Graphique 1.9 : 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 : HCP, calculs et prévisions de BAM

En 2009, le climat des affaires semble se détériorer dans l'industrie selon les anticipations des chefs d'entreprises interrogés dans le cadre de l'enquête mensuelle de conjoncture de Bank Al-Maghrib du mois de janvier. Selon ces données, l'évolution de l'activité au cours des trois prochains mois

sera défavorable dans l'ensemble, à l'exception des industries agro-alimentaires. Les industriels envisagent en outre, une baisse des ventes étrangères dans les industries du textile et du cuir, électriques et électroniques et mécaniques et métallurgiques.

En 2009, la formation brute du capital fixe devrait croître de 13%, portant le taux d'investissement brut à 36,2% du PIB, soit un niveau inférieur à celui de 2008. L'impact de la conjoncture économique mondiale se manifesterait donc davantage en 2009, à travers la baisse de la demande extérieure et des investissements étrangers. Néanmoins, les mesures de soutien du Gouvernement aux secteurs exportateurs les plus touchés : textile, cuir et équipement automobile, devraient contribuer à limiter les effets de la crise.

1.4 Commerce extérieur

A fin janvier 2009, le déficit commercial a atteint 10,3 milliards de dirhams et s'est contracté de 18,9% en glissement annuel. Cette évolution a résulté de la diminution des importations à un rythme plus soutenu que celui des exportations. Le taux de couverture s'est toutefois infléchi d'une année à l'autre, pour s'établir à 45,1% au lieu de 46,9%.

La baisse des exportations s'explique tant par la contraction des ventes de phosphates et de ses dérivés (-61%), à la suite de la diminution des prix à l'échelle internationale, que par le recul des exportations hors phosphates et dérivés (-16,3%). Cette évolution reflète la décélération de la demande étrangère dans un contexte de ralentissement marqué de l'activité économique de nos principaux partenaires commerciaux. Ainsi, la régression des exportations hors phosphates et dérivés a été notamment due au recul des livraisons de matériel électrique et électronique (-49%) et de produits textiles et du cuir (-6,2%).

Le repli des importations reflète non seulement l'allégement de la facture énergétique, mais

Tableau 1.3 : Evolution de la balance commerciale au mois de janvier (en glissement annuel)

(En millions de dirhams)	Janvier	Janvier*	Variations	
	2008	2009	Montant	%
Exportations globales	11 199	8 446	-2 753	-24,6
Exportations de phosphates et dérivés	2 077	811	-1 266	-61,0
Exportations hors phosphates et dérivés	9 122	7 635	-1 487	-16,3
Vêtements confectionnés	1 894	1 761	-133	-7,0
Articles de bonneterie	614	632	+19	+3,0
Agrumes	656	676	+20	+3,1
Importations globales	23 854	18 707	-5 147	-21,6
Importations de produits énergétiques	5 129	2 733	-2 396	-46,7
Autres importations	18 725	15 974	-2 751	-14,7
Blé	1 489	550	-939	-63,0
Biens d'équipements	5 148	5 221	+73	+1,4
Biens de consommation	3 983	3 889	-94	-2,4
Déficit commercial	-12 655	-10 262	+2 393	-18,9

* Données provisoires

Source : OC

également la baisse des autres groupes de produits importés à l'exception des biens d'équipement qui ont enregistré une légère hausse.

En effet, les importations de produits énergétiques se sont réduites de 46,7% ou 2,4 milliards de dirhams. En raison de la baisse de 50,5% du prix moyen de la tonne importée et du repli de 43,1% des quantités à fin janvier, la facture pétrolière s'est allégée de 71,8% ou de 1,8 milliard de dirhams. De même, les achats des autres produits énergétiques ont globalement observé un retrait de 21,7%. Les autres importations ont enregistré une diminution de 14,7%, imputable essentiellement à la baisse des achats de demi-produits, consécutivement à la modération de la demande intérieure des industries de transformations et du secteur des BTP. De même, les approvisionnements en denrées alimentaires ont marqué un reflux dû surtout à la baisse de 63% de la valeur des importations de blé, en lien avec la détente des prix sur les marchés mondiaux (voir section 3.3). De même, les acquisitions de produits bruts et de biens de consommation ont accusé des baisses reflétant la diminution des achats de soufre brut et de bois d'une part, et celle des acquisitions de voitures de tourisme et de tissus de coton, d'autre part.

La dégradation des perspectives de croissance économique de nos principaux pays partenaires commerciaux, augurant d'un tassement accru de la demande étrangère adressée au Maroc et de nouvelles baisses des cours mondiaux du phosphate, devrait vraisemblablement accélérer le rythme de diminution de nos exportations.

Parallèlement, le coût des importations devrait diminuer de façon appréciable si la baisse des cours des matières premières énergétiques, alimentaires et minières à l'échelle internationale venait à s'accélérer.

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

Compte tenu de l'amélioration de la campagne agricole d'une année à l'autre, l'output gap global, selon les estimations de Bank Al-Maghrib, a enregistré des valeurs positives au cours du quatrième trimestre 2008. Quant à l'activité non agricole, elle a été affectée par les effets de la crise internationale sur la demande. En effet, l'output gap non agricole a affiché des valeurs positives inférieures à celles enregistrées pendant la même période de l'année précédente. En outre, la récession des économies de nos principaux pays partenaires devrait affecter négativement cette variable au cours des prochains trimestres. Le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur industriel a atteint son niveau le plus bas depuis 2007. Quant aux conditions d'emploi, elles ont globalement enregistré une légère amélioration au cours du quatrième trimestre 2008, imputable uniquement au recul du taux chômage en milieu rural, en rapport avec l'amélioration de la campagne agricole. Au niveau sectoriel, les secteurs du BTP et des services ont connu une forte décélération de la création nette d'emploi. Au total, l'analyse de l'ensemble de ces indicateurs laisse entrevoir une modération des pressions de la demande sur les prix au cours des prochains trimestres.

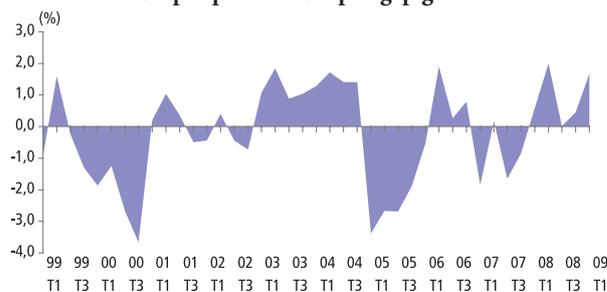
2.1 Tensions sur les capacités de production

Sur la base des dernières données du HCP, l'output gap global a affiché une valeur positive au cours du troisième trimestre 2008, et devrait, selon les prévisions de BAM, augmenter davantage durant le quatrième trimestre 2008 et le premier trimestre 2009. Cette évolution est attribuable en grande partie à l'amélioration de la campagne agricole d'une année à l'autre.

Pour sa part, l'output gap non agricole a enregistré une légère hausse durant le troisième et le quatrième trimestre 2008. Les prévisions pour le premier trimestre 2009 laissent entrevoir une très légère augmentation du niveau de l'output gap non agricole, tout en restant inférieur à celui de la même période de l'année précédente. Cependant, comme le montre le graphique 2.2, la récession économique de nos principaux pays partenaires, devrait affecter négativement l'output gap non agricole au cours des prochains trimestres (voir Chapitre 1 et 3).

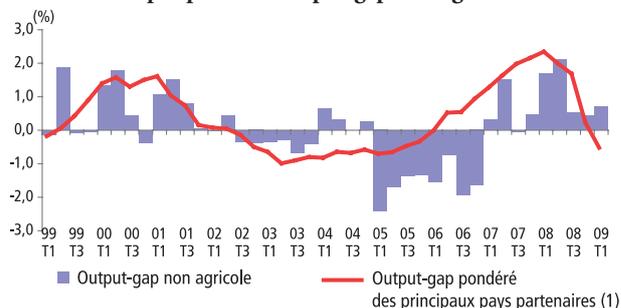
Au regard des résultats de l'enquête mensuelle de BAM dans l'industrie relative au mois de janvier 2009, le taux d'utilisation des capacités de production a atteint son niveau le plus bas depuis 2007, en relation avec la contraction de

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)

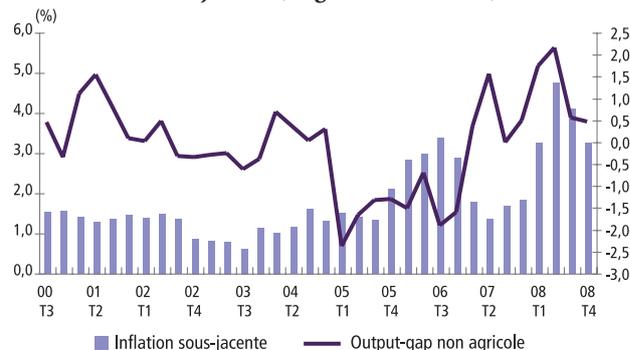
l'activité de certaines branches industrielles, dont les exportations sont concentrées essentiellement sur le marché européen. Au niveau sectoriel, le taux d'utilisation des capacités de production des industries du textile et du cuir a accusé une forte baisse, passant de 70% en décembre 2008 à 61% en janvier 2009, en liaison principalement avec la baisse de la production suite à la contraction des exportations. Quant aux autres secteurs, le taux a atteint 64% pour les industries chimiques et parachimiques en baisse de 2 points de pourcentage, 62% dans les industries électriques et électroniques, 65% dans les industries agro-alimentaires et 73% dans les industries mécaniques et métallurgiques.

Pour sa part, l'indice de la productivité apparente du travail¹ dans les activités non agricoles a quasiment stagné à 113. Ceci est attribuable à l'augmentation de l'emploi urbain à un rythme similaire à celui du PIB non agricole estimé par BAM pour le quatrième trimestre 2008.

Les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture de BAM révèlent aussi que les coûts financiers et les coûts d'énergie figurent parmi les principales sources de progression des coûts unitaires de production durant le quatrième trimestre 2008. Les coûts salariaux, contribuent également à la progression des coûts unitaires, en liaison avec la revalorisation du SMIG intervenue à partir du troisième trimestre 2008. En outre, les coûts financiers se sont accrus pour les industries du textile et du cuir, dans un contexte de détérioration de l'environnement international de ce secteur qui affecte probablement la prime de risque. En effet, le solde d'opinion relatif aux coûts financiers est passé d'un trimestre à l'autre, de 31% à 44%. De plus, selon les résultats de l'enquête de conjoncture de BAM, le secteur du textile et du cuir enregistre une nette détérioration de l'accès au financement avec un solde d'opinion de -32%, accompagné d'une forte augmentation du coût du crédit (+47%).

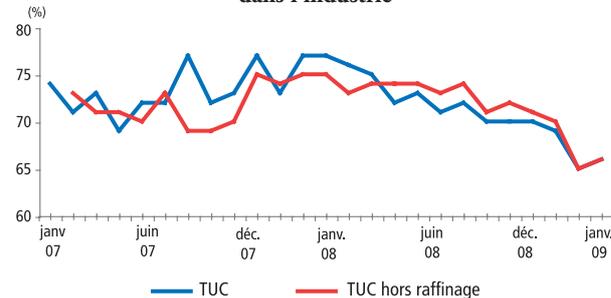
¹ La productivité apparente du travail est mesurée par le rapport entre la production et l'effectif employé. Cet indicateur doit être interprété avec prudence, car il ne prend pas en compte l'efficacité avec laquelle la main-d'œuvre est utilisée dans la production.

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



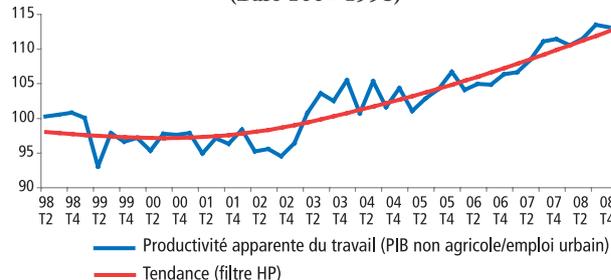
Sources : HCP, estimations de BAM

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



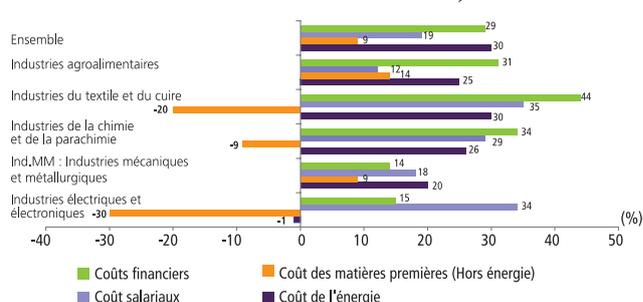
Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

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 troisième trimestre 2008)



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

2.2 Tensions sur le marché du travail

La population active âgée de 15 ans et plus a atteint au cours du quatrième trimestre de l'année 2008, 11.263.000 personnes, soit un accroissement de 2,7% par rapport à la même période de l'année 2007. Cette évolution résulte de la hausse de 2,8% de la population active en milieu urbain et de 2,7% en milieu rural. En conséquence, le taux d'activité s'est établi à 50,2%, en hausse de 0,4 point de pourcentage.

En matière d'emploi, le quatrième trimestre 2008 a été caractérisé par un léger accroissement de la population active occupée, en comparaison avec le même trimestre de l'année précédente. Le taux d'emploi a, quant à lui, augmenté de 0,5 point de pourcentage pour s'établir à 45,5%, en raison de la progression du nombre d'emplois qui a été légèrement supérieur à celui de la population âgée de plus de quinze ans. Par milieu de résidence, le taux d'emploi rural a progressé plus rapidement que celui du milieu urbain.

Par ailleurs, le taux de chômage a baissé, au quatrième trimestre 2008, d'environ trois points de pourcentage en glissement annuel pour atteindre 9,5%. En liaison avec la croissance de l'activité agricole, la création d'emploi a concerné uniquement le milieu rural, dont le taux de chômage a reculé de 4,1% à 3,8%. Toutefois, et suite au ralentissement de l'activité, la baisse du taux de chômage, en milieu urbain est attribuable au rythme de progression de la population active en chômage qui a été moins rapide que celui de la population active.

Les baisses les plus significatives du taux de chômage en milieu urbain ont concerné les tranches d'âge 25-34 ans (-0,8 point de pourcentage) et 15-24 ans (-0,3 point de pourcentage). Par contre, seule la tranche de plus de 44 ans a enregistré une hausse significative du taux de chômage qui est passé de 1,7% à 2% au quatrième trimestre 2008.

Le marché d'emploi a connu durant le quatrième trimestre 2008 la création de 248.000 postes d'emplois rémunérés. De son côté, l'emploi non

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

En millions	T4 - 2007			T4 - 2008		
	Urbain	Rural	Ens.	Urbain	Rural	Ens.
Population active et emploi						
Population active ⁽²⁾	5,7	5,2	11,0	5,9	5,4	11,3
Taux d'activité (en%)	44,3	57,6	50,0	44,4	59,0	50,2
Population active occupée	4,8	5,0	10,0	5,0	5,2	10,2
Taux d'emploi (en%) ⁽³⁾	37,7	55,3	45,0	37,9	56,3	45,5
chômage						
Population active en chômage	0,9	0,2	1,0	0,9	0,2	1,1
Taux de chômage (en%)	14,8	4,1	9,7	14,6	3,8	9,5
Selon le diplôme						
. Sans diplôme	7,8	2,7	4,6	7,9	2,7	4,6
. Ayant un diplôme	20,4	12,0	19,0	20,2	10,7	18,4

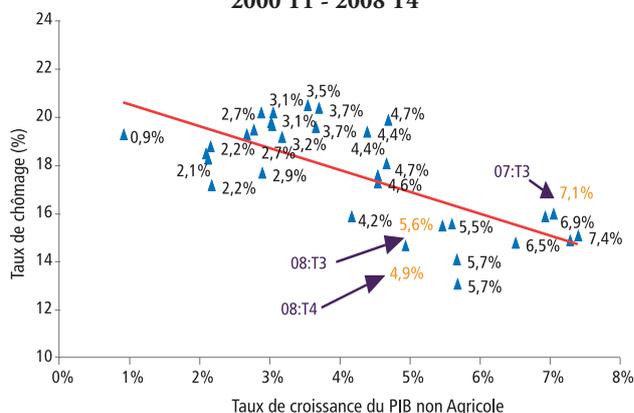
(1) Données redressées selon les nouvelles projections de la population

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

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

Source : HCP

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



Source : HCP

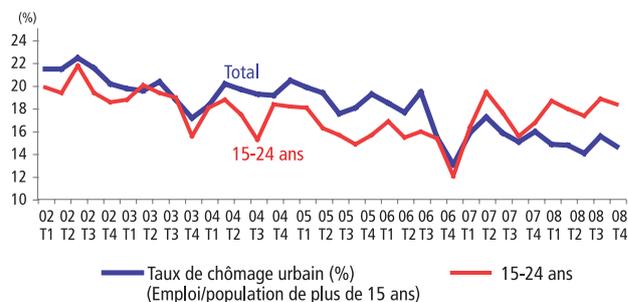
rémunéré a connu une hausse de 49.000 postes résultant d'une augmentation de 61.000 postes en milieu rural et d'un recul de 12.000 postes en zones urbaines. Au niveau sectoriel, «l'agriculture, forêt et pêche» a enregistré une forte création d'emplois avec 208.000 nouveaux postes. Les autres secteurs ont également contribué à la création d'emplois avec 89.000 nouveaux postes répartis entre l'industrie (44.000), le secteur du bâtiment et travaux publics (25.000) et les services (23.000). En termes de variation, il y a lieu de noter la décélération de la création d'emplois pour le secteur du bâtiment et travaux publics et des services, dont les taux de variation en glissement annuel sont passés respectivement de 9,7% à 2,8% et de 4,2% à 0,6% d'un trimestre à l'autre.

Au regard des résultats de l'enquête de conjoncture de BAM relatifs au quatrième trimestre 2008, l'effectif employé dans l'industrie a légèrement augmenté d'un trimestre à l'autre avec un solde d'opinion de 13%. Néanmoins, au niveau sectoriel, les industries du textile et du cuir et les industries électriques et électroniques ont enregistré une baisse des effectifs, en relation avec la baisse de leurs exportations.

Selon les pronostics des chefs d'entreprise de ces deux secteurs, la baisse des effectifs est appelée à se poursuivre durant le premier trimestre 2009, particulièrement pour les industries électriques et électroniques.

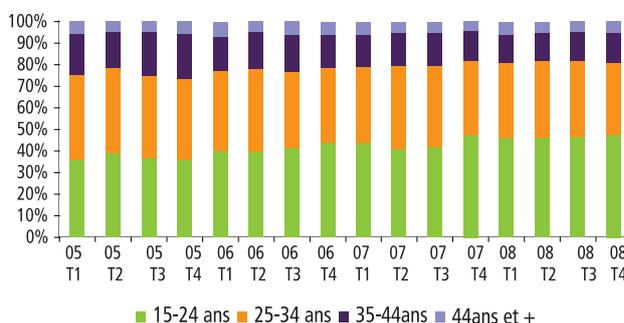
S'agissant des salaires, les résultats de l'enquête de conjoncture de BAM dans l'industrie relative au quatrième trimestre 2008, continuent de refléter la hausse du niveau des salaires (+29%) en liaison avec la revalorisation du SMIG effectuée en juillet 2008. Parallèlement, l'indice des salaires moyens trimestriels dans le secteur privé calculé par le HCP sur la base des données de la CNSS et en se référant au salaire moyen de l'année 2004, a enregistré durant le troisième trimestre 2008 une forte hausse de 13,1% par rapport au trimestre de l'année précédente. En termes réels, cet indice s'est accru de 8,2% par rapport à la même période de l'année précédente.

Graphique 2.8 : Taux de chômage en milieu urbain



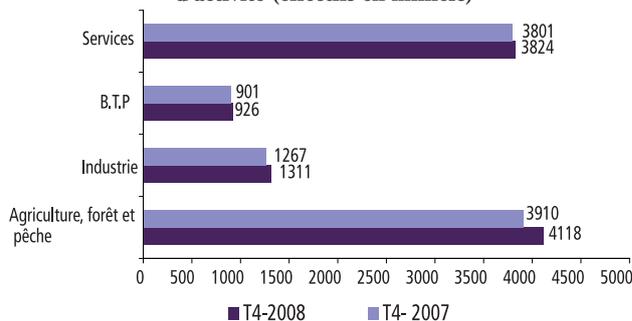
Source : HCP

Graphique 2.9 : Evolution de la structure du chômage par âge



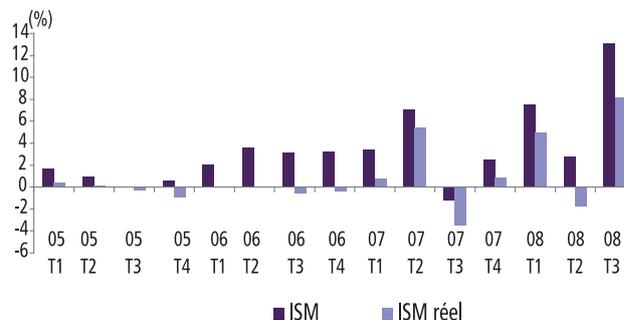
Source : HCP

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)

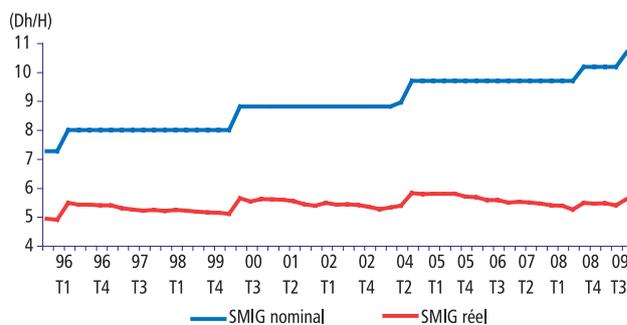


Sources : HCP, estimations de BAM

En termes réels, et suite à la réévaluation de juillet 2008, le SMIG et le SMAG ont connu une hausse en troisième trimestre 2008. Toutefois, le SMIG a enregistré une légère baisse en termes réels durant le quatrième trimestre 2008, passant de 5,44 à 5,42 DH.

Dans un contexte international marqué par la dégradation prononcée de l'activité de la zone euro, l'analyse de l'évolution des indicateurs relatifs à la demande laisse présager un relâchement 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. PRIX A L'IMPORTATION

Dans un contexte de ralentissement marqué de la croissance de l'économie mondiale et de repli des cours des matières premières, l'inflation dans la plupart des pays développés et émergents s'est inscrite en baisse en janvier 2009, poursuivant la tendance entamée depuis le mois d'août dernier dans la majorité de ces pays. Au niveau des conditions monétaires, l'environnement international demeure toujours caractérisé par un assouplissement massif des politiques monétaires des principales banques centrales, conséquence de l'entrée en récession de l'activité économique mondiale, confirmée à nouveau à travers les dernières projections du Fonds Monétaire International de janvier 2009. Le ralentissement sévère et synchronisé est de plus en plus prononcé dans les pays avancés, et notamment dans la zone euro, notre principal partenaire commercial. Au Maroc, l'indice des prix à l'importation hors énergie, calculé sur la base des dernières données provisoires et arrêtées à fin janvier 2009, fait ressortir une baisse de 6,3% par rapport au mois précédent. Cette évolution qui a concerné les indices des prix à l'import des produits alimentaires, miniers et des demi-produits a été favorisée par la diminution continue des cours mondiaux depuis le second semestre de 2008. Dans l'ensemble, ces différents facteurs devraient conduire à un reflux substantiel des pressions inflationnistes au cours des prochains trimestres.

3.1 Inflation dans le monde

Dans un contexte international caractérisé par la dégradation rapide des perspectives de croissance de l'économie mondiale, matérialisée par des signes de récession profonde de la plupart des pays avancés, la tendance à la baisse des tensions inflationnistes amorcée depuis le mois d'août dernier s'est poursuivie en janvier 2009 dans les principaux pays avancés selon les dernières données disponibles publiées par Eurostat. Par ailleurs, le taux d'inflation dans la zone euro s'est élevé à 1,2% en février 2009 au lieu de 1,1% le mois précédent.

Aux Etats-Unis, l'inflation est devenue nulle en janvier 2009, après 0,1% enregistré le mois précédent. Il en est de même au Japon où elle est revenue de 0,4% à 0%. En France et en Allemagne, l'inflation s'est établie respectivement à 0,8% et à 0,9% au lieu de 1,2% et 1,1% précédemment. De même, en Espagne et en Italie, l'inflation s'est ralentie pour s'établir respectivement à 0,8% et à 1,4% après les niveaux de 1,5% et de 2,4% atteints le mois précédent. L'atténuation des tensions inflationnistes a résulté du fort repli des cours internationaux des matières premières, pétrole en particulier, en liaison avec la décélération marquée de la demande des pays avancés, notamment celle des Etats-Unis et de la zone euro, et des pays émergents, surtout celle de la Chine.

Tableau 3.1 : Evolution récente de l'inflation dans le monde
(en glissement annuel)

	2008	2008	2009	Prévision	
	janv.	déc.	janv.	2009	2010
Etats-Unis	4,3	0,1	0,0	0,4	0,7
Zone euro*	3,1	1,6	1,1	1,0	1,8
Allemagne	3,1	1,1	0,9	0,8	1,4
France	2,4	1,2	0,8	0,8	1,5
Espagne	4,1	1,5	0,8	0,6	2,4
Italie	2,4	2,4	1,4	1,2	2,2
Japon	1,0	0,4	0,0	-1,4	-0,5
Chine	6,3	1,2	1,0	-	-

(*) Indices harmonisés

Sources : FMI, Eurostat

Cette évolution est consécutive à l'impact de la récession économique sévère dans le monde qui se confirme davantage selon les prévisions du Fonds Monétaire International. En effet, selon les récentes projections du FMI de janvier 2009, l'inflation dans les pays avancés et dans les pays émergents et en développement devrait continuer à se ralentir pour se situer respectivement à 0,3% et à 5,8% en 2009, au lieu de 1,4% et 7,1% prévus en novembre 2008 et après 2% et 7,8% en octobre 2008.

La détérioration plus forte que prévu des prévisions de croissance mondiale, associée aux conditions financières extrêmement difficiles malgré les mesures de politique économique de relance et de stabilisation, laisse entrevoir une dissipation des pressions inflationnistes à court terme dans la plupart des régions du monde.

3.2 Prix du pétrole

En février 2009, les prix du pétrole ont enregistré en moyenne mensuelle une baisse de 4,8%, pour s'établir à 41,8 dollars le baril. Ce nouveau repli a accentué la tendance baissière amorcée au mois d'août 2008. Au quatrième trimestre 2008, les prix du pétrole ont atteint en moyenne 56,1 dollars le baril après 115,5 dollars un trimestre auparavant, soit un recul de 51,4% d'un trimestre à l'autre. En 2008, le cours moyen du pétrole a en revanche progressé de 46,8% en glissement annuel, passant de 71,1 dollars le baril en 2007 à 97 dollars le baril.

La forte baisse des cours du pétrole en février 2009 est liée essentiellement au repli de la demande pétrolière mondiale, de 980 000 barils par jour en 2009.

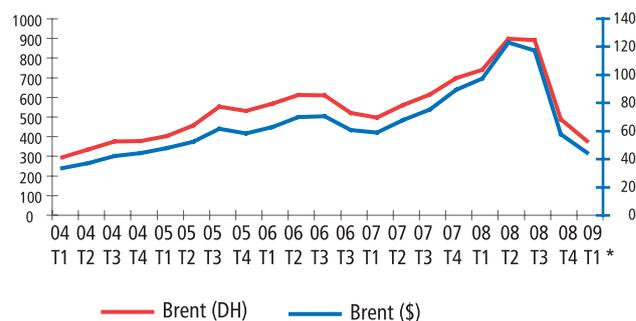
Selon les dernières projections du Fonds, le prix moyen du pétrole a été revu à la baisse à 50 dollars de janvier 2009 le baril en 2009, au lieu de 68 dollars le baril prévu dans l'édition de novembre 2008 et 100,5 dollars prévu dans celle d'octobre 2008. Il devrait cependant augmenter à 60 dollars en 2010. En ligne avec ces données, le prix du pétrole sur le marché des futures ressort à 46,7 dollars en moyenne le baril en 2009 et à 52,1 dollars en 2010.

Tableau 3.2 : Prévisions du prix actuel du pétrole (Brent) sur le marché des futures(en dollars US)

	T1 2009	T2 2009	T3 2009	T4 2009	Année 2009	Année 2010
Futures	44,8	45,2	46,5	48,3	46,7	52,1

Source : Bloomberg

Graphique 3.1 : Cours mondial du Brent, en dollar US et en dirham

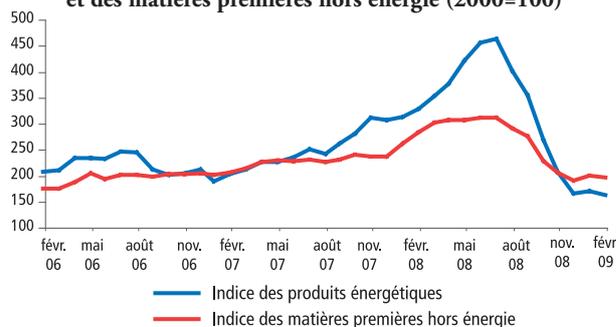


* Le premier trimestre 2009 correspond à la moyenne arithmétique des données des mois de janvier et de février.

Source : FMI

Selon la plupart des opérateurs au niveau mondial, les prévisions de croissance du marché pétrolier mondial demeurent toujours dépendantes des évolutions futures de la conjoncture économique et financière internationale. Elles restent soumises d'une part, aux risques de récession durable et sévère de l'activité économique mondiale en 2009. Elles incluent, d'autre part, l'anticipation d'une période plus longue que prévu pour parvenir à une atténuation des tensions financières et surtout pour bénéficier de l'impact des plans de relance sur l'activité économique globale.

Graphique 3.2 : Indice des prix des produits énergétiques et des matières premières hors énergie (2000=100)



Source : Banque Mondiale

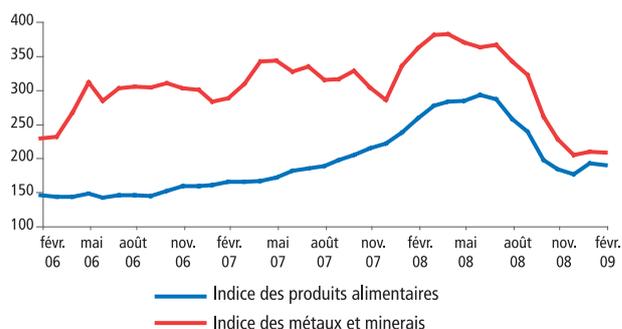
3.3 Prix des matières premières

Pour les cours des matières premières hors énergie, la décélération s'est poursuivie au début de l'année. Ils ont continué d'être affectés par le ralentissement de la demande mondiale. Au terme des deux premiers mois de 2009, l'indice des prix des matières premières hors énergie, calculé par la Banque Mondiale et qui concerne les cours des matières premières dans les pays à faible et moyen revenu, a marqué une baisse moyenne de 27,1%, par rapport à la même période de l'année précédente. En février, il a enregistré une diminution de 1,4% en rythme mensuel.

Ainsi, l'indice des prix des produits alimentaires a régressé de 1,1% en glissement mensuel et de 23% au terme des deux premiers mois de l'année en cours, en glissement annuel. En effet, les cours des céréales ont chuté, notamment ceux du blé et du maïs qui ont marqué des baisses respectives de 6% et de 5,4%, d'un mois à l'autre. Cette évolution est notamment liée à une hausse de la production prévue à 3,5% en 2008 en rythme annuel par l'Organisation des Nations Unies pour l'alimentation et l'agriculture (FAO), qui devrait permettre de reconstituer les stocks. En glissement annuel, les cours du blé et du maïs ont diminué respectivement de 47,1% et 25,7%.

De même, l'indice des prix des métaux et minerais a reculé au cours du mois de février de 2009 de 0,4%, par rapport au mois précédent, en liaison principalement avec l'impact du ralentissement économique mondial sur la demande de ces produits.

Graphique 3.3 : Indice des prix des produits alimentaires et des métaux et minerais (2000=100)



Source : Banque Mondiale

Tableau 3.3 : Evolution des Futures et des prévisions du blé

Blé (Cts/b.u)	T1 2009	T2 2009	T3 2009	T4 2009	Année 2009
Futures	562,40	527,47	558,85	583,03	562,40
Prévisions	565,00	605,00	650,00	665,50	650,52

Source : Bloomberg

Les principaux métaux affichant des baisses ont été le zinc et le plomb qui ont reculé respectivement de 6,3% et de 2,8%, d'un mois à l'autre. Inversement le cuivre et l'acier ont affiché de légères hausses en lien avec la baisse de la production de ces deux métaux par les principaux producteurs au niveau mondial, constatée depuis le quatrième trimestre de 2008. L'indice des métaux et minerais a laissé apparaître une baisse de l'ordre de 40,2%, en glissement annuel, au terme des deux premiers mois de 2009.

Enfin, dans ses dernières projections, le FMI a de nouveau révisé à la baisse les cours des matières premières hors énergie qui serait de 29,1%, en 2009. Cette tendance serait liée à la forte dégradation de la conjoncture économique mondiale en 2009 et à une révision à la baisse des anticipations de croissance de la demande de ces produits.

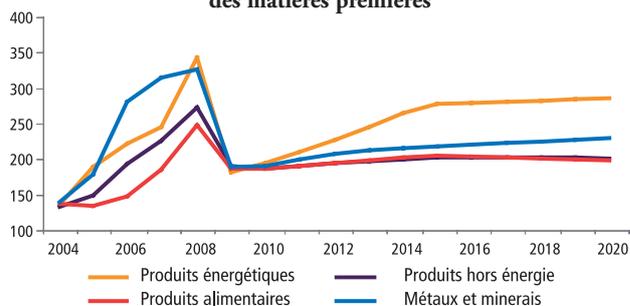
Les prix des produits alimentaires devraient toutefois rester volatiles, surtout ceux des céréales dont la production en 2008 n'a permis qu'une faible reconstitution des stocks et dont les superficies ensemencées durant l'année 2009 dans les principaux pays producteurs mondiaux, les Etats-Unis et l'Europe en particulier, seraient réduites.

Pour ce qui est des métaux, l'évolution de leurs cours reste largement tributaire de l'évolution de la conjoncture économique mondiale qui devrait s'assombrir en 2009. En effet, les grands groupes miniers internationaux devraient poursuivre, voire accentuer la réduction de leur production, dans un contexte marqué par la crise du crédit et la chute de la demande conjuguée à des stocks en constante progression. Ainsi, l'évolution des prix des métaux resterait très volatile et orientée à la baisse en 2009, la hausse de la demande de ces produits pourrait ramener les prix à des niveaux assez élevés.

3.4 Indices des prix à l'import

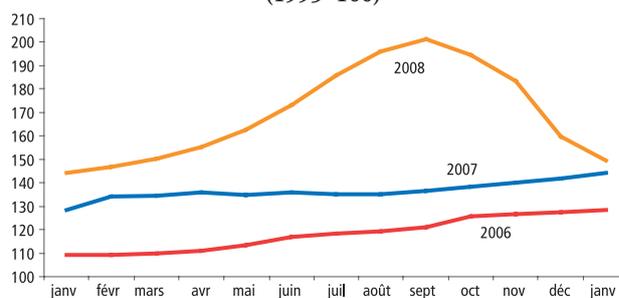
Selon les dernières données disponibles arrêtées à fin janvier 2009, la variation de l'indice des prix à l'import (IPM) des matières premières hors énergie a laissé apparaître une baisse de 6,3% par rapport

Graphique 3.4 : Perspectives d'évolution des indices des prix des matières premières



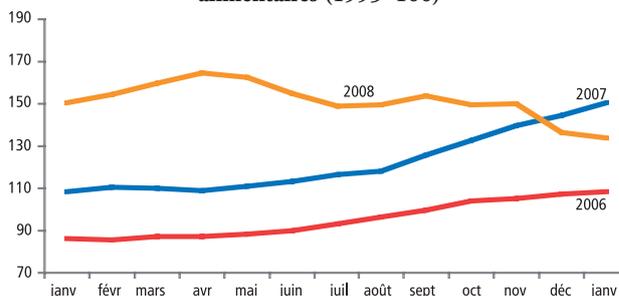
Source : Banque Mondiale

Graphique 3.5 : Indice des prix à l'import hors énergie (1995=100)



Sources : OC et calculs de BAM

Graphique 3.6 : Indice des prix à l'import des produits alimentaires (1995=100)



Sources : OC et calculs de BAM

au mois de décembre 2008, poursuivant ainsi le trend baissier entamé depuis octobre 2008 (-3,2%). Cette évolution reflète la nouvelle baisse des prix des matières premières enregistrée sur les marchés mondiaux (voir section 3.3). Ainsi, les variations des IPM des produits alimentaires, des produits miniers et des demi-produits sont en baisse. En glissement annuel, l'IPM hors énergie reste supérieur de 3,6% seulement, en janvier 2009, niveau nettement inférieur à celui enregistré au mois de décembre 2008 (+12,5%).

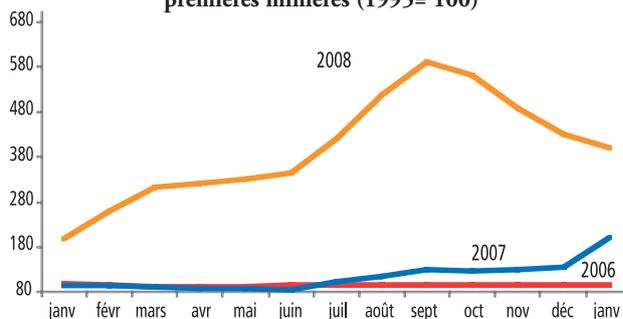
L'IPM des produits alimentaires a poursuivi sa baisse en janvier 2009 (-1,7%), en glissement mensuel. Les prix à l'import du blé et du maïs ont nettement chuté en raison de la hausse de la production céréalière mondiale en 2008 et de la baisse des quantités de céréales importées par le Maroc sous l'effet des récoltes relativement favorables de la campagne agricole 2008/2009. De même, les prix à l'import des huiles végétales brutes et des produits laitiers ont marqué des diminutions notables.

La même tendance a marqué l'évolution de l'IPM des produits miniers, avec un recul de 6,6% en janvier 2009 après une baisse mensuelle de 12% en décembre 2008. En effet, les prix à l'import du cuivre et du fer ont marqué des baisses respectives de 29,4% et de 36,5% et ceux du cuivre ont régressé de 14,4%, en glissement mensuel, la plupart des cours des produits miniers ayant accusé des baisses à l'échelle internationale, suite au ralentissement de la demande et à l'évolution favorable des stocks mondiaux de ces produits.

De même, l'IPM des demi-produits a connu une variation à la baisse d'un mois à l'autre en janvier 2009 (-2,3%). Cette baisse est liée à la modération de la production des industries de transformation.

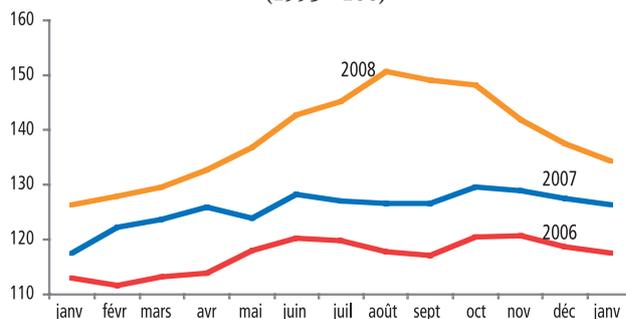
Au total, les tensions inflationnistes découlant des prix à l'import devraient refluer au cours des prochains trimestres. Les cours mondiaux des matières premières devraient toutefois rester marqués par une importante volatilité en 2009.

Graphique 3.7 : Indice des prix à l'import des matières premières minières (1995= 100)



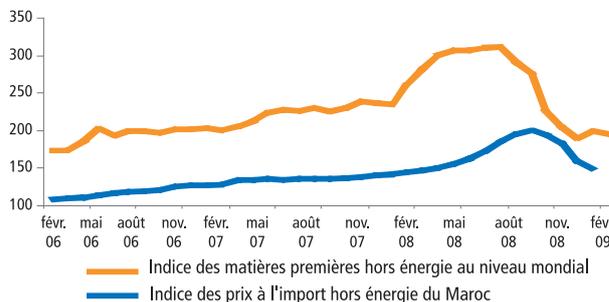
Sources : OC et calculs de BAM

Graphique 3.8 : Indice des prix à l'import des demi-produits (1995= 100)



Sources : OC et calculs de BAM

Graphique 3.9 : Evolution de l'indice des prix des matières premières hors énergie mondial et de l'IPM hors énergie national



Sources : Banque mondiale, OC

4. CONDITIONS MONÉTAIRES ET PRIX DES ACTIFS

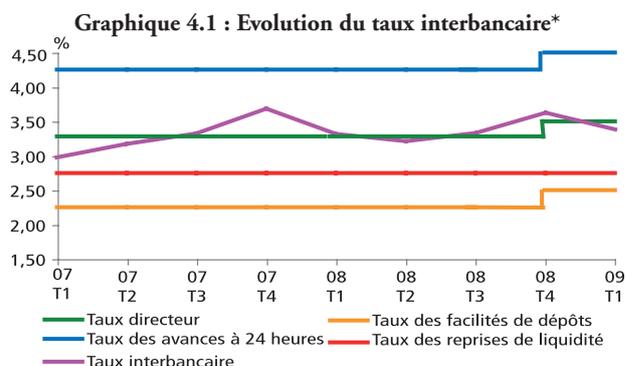
Les données du quatrième trimestre 2008 et de janvier 2009 font ressortir la poursuite de l'atténuation des pressions émanant des conditions monétaires. Le ralentissement de la création monétaire s'est traduit par la résorption de l'excédent monétaire accumulé par les agents non financiers. Il reflète principalement la contribution négative des avoirs extérieurs nets et des créances sur l'Etat à la croissance monétaire. Pour sa part, la décélération du crédit relevée dans le dernier Rapport sur la politique monétaire, s'est poursuivie tout en demeurant supérieure à sa moyenne de long terme, avec un rythme annuel de 25% au quatrième trimestre 2008 et de 21% en janvier 2009, en raison de la baisse mensuelle de 1%. S'agissant des taux débiteurs, les données de l'enquête de Bank Al-Maghrib relative au quatrième trimestre 2008 indiquent une hausse limitée du taux moyen pondéré, recouvrant notamment un léger accroissement des taux appliqués aux crédits à la consommation et aux prêts immobiliers, ainsi qu'une baisse des taux sur les prêts à l'équipement. Quant aux taux créditeurs, ils ont connu une baisse en janvier après plusieurs trimestres d'augmentation, en liaison avec le desserrement des contraintes de liquidité des banques, imputable à la baisse du taux de la réserve obligatoire de 15% à 12% à compter du 1^{er} janvier 2009 et probablement de l'atténuation du dynamisme du crédit. Pour leur part, les cours boursiers ont poursuivi leur tendance baissière, enregistrant, néanmoins, un mouvement de redressement en février. Le dirham s'est, quant à lui, inscrit en hausse par rapport à l'euro et s'est, en revanche, 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 23 décembre 2008 de maintenir le taux directeur à son niveau de 3,50% et d'abaisser le taux de la réserve obligatoire de trois points de pourcentage à 12% à partir du 1^{er} janvier 2009. Dans ce contexte, le taux interbancaire, s'est établi en moyenne à 3,37% sur la période allant du 1^{er} janvier au 8 mars 2009, ou à 3,43% en excluant les baisses liées à la constitution de la réserve obligatoire, après avoir atteint 3,62% au cours du quatrième trimestre 2008.

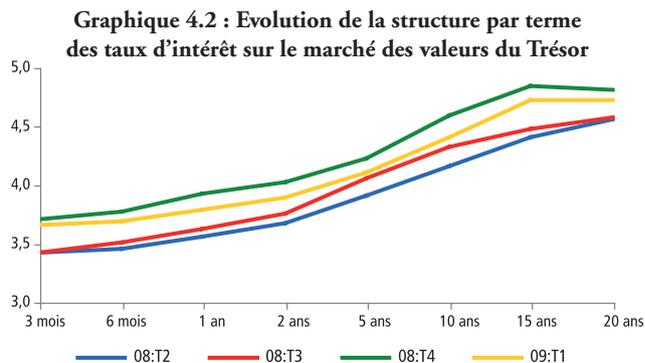
Parallèlement, les taux des bons du Trésor à très court terme ont connu un ajustement à la baisse en janvier 2009, en rupture de la tendance haussière observée jusqu'au quatrième trimestre 2008. Les rendements des bons à moyen et long terme sur le marché secondaire ont connu une évolution comparable marquée par une hausse au quatrième trimestre 2008, suivie d'un repli en janvier et février 2009.



*L'observation du premier trimestre 2009 correspond à la moyenne quotidienne de la période du 1^{er} janvier au 8 mars 2009.

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

	2007			2008				2009
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	janvier
13 semaines	3,30	3,29	3,63	3,58	3,41	3,42	3,69	3,65
26 semaines	3,34	3,32	3,58	3,59	-	-	3,77	3,71
52 semaines	2,88	3,40	3,55	3,62	3,53	3,51	3,84	3,79



Au niveau des taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et à 12 mois a accusé un repli en janvier 2009 revenant à 3,79%, après le mouvement haussier observé au quatrième trimestre 2008.

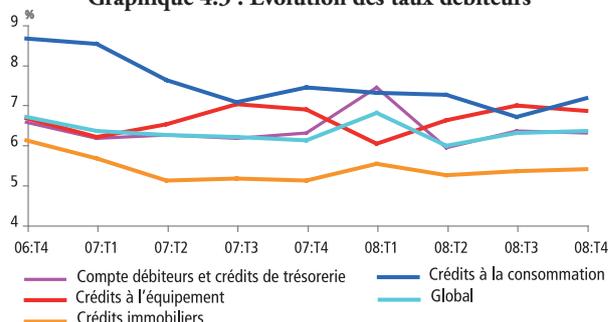
En ce qui concerne les conditions débitrices, les résultats de l'enquête trimestrielle de Bank Al-Maghrib auprès des banques indiquent une hausse limitée du taux moyen pondéré au cours du quatrième trimestre 2008, en relation avec l'augmentation des taux des crédits à la consommation et, dans une moindre mesure, ceux des prêts immobiliers. En revanche, les taux appliqués aux facilités de trésorerie et aux crédits à l'équipement, ont accusé une baisse respectivement de 2 et 11 points de base.

Tableau 4.2 : Taux créditeurs* (placements à terme)

	2007		2008		2009		
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	janvier
6 mois	3,41	3,49	3,37	3,55	3,50	3,90	3,76
12 mois	3,69	3,71	3,71	3,82	3,89	4,23	3,83
Moyenne pondérée	3,60	3,62	3,56	3,72	3,77	4,13	3,79

* Les données trimestrielles sont des moyennes simples des données mensuelles

Graphique 4.3 : Evolution des taux débiteurs

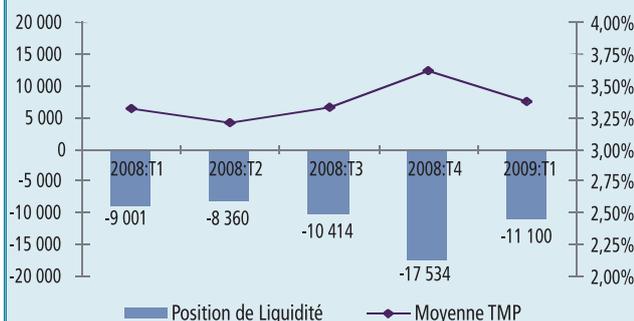


Encadré 4.1 : Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire

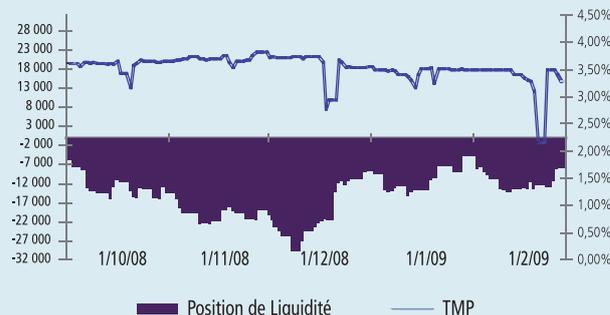
Au cours du dernier trimestre de l'année 2008, la tendance restrictive des facteurs autonomes s'est sensiblement accentuée principalement sous l'effet de la contraction des avoirs extérieurs nets de Bank Al-Maghrib. En conséquence, l'insuffisance des trésoreries bancaires est passée de 10,4 milliards de dirhams au troisième trimestre 2008 à 17,5 milliards au quatrième trimestre 2008.

En effet, les opérations d'achats de devises par les banques commerciales ont totalisé 20 milliards de dirhams en raison de l'augmentation de la volatilité des marchés internationaux en contexte de crise financière internationale. En outre, les cessions de billets de banque étrangers, en nette régression par rapport au trimestre précédent, ont atteint 6,9 milliards de dirhams. Ainsi, l'effet restrictif des AEN sur la liquidité a été de 13,1 milliards de dirhams.

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



1 Position de Liquidité = Solde des Banques – Réserves Obligatoires +/- Interventions de Bank Al-Maghrib

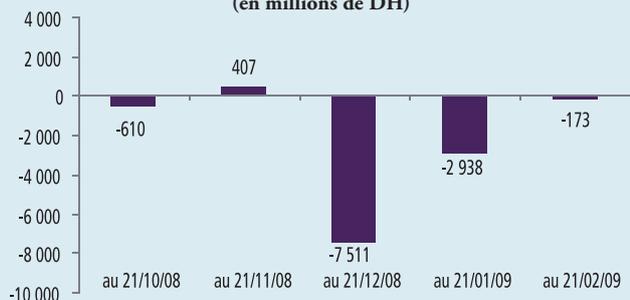
Par ailleurs, la circulation fiduciaire a enregistré une augmentation de 2,9 milliards de dirhams, principalement attribuable à Aïd Al Adha et au Nouvel An. En revanche, les opérations du Trésor ont été à l'origine d'une injection de liquidité de 6,2 milliards de dirhams, compte tenu de l'accélération du rythme d'exécution de la Loi de Finances en fin d'année. En effet, les charges du Trésor se sont élevées à 77 milliards de dirhams, dont 13 milliards dus au remboursement des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire et près de 11,8 milliards de dirhams attribuables aux charges de la caisse de compensation. Les ressources du Trésor ont totalisé 70,9 milliards de dirhams, dont 20,3 milliards au titre des souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor.

Globalement, les facteurs autonomes ont exercé un effet restrictif de 9,8 milliards de dirhams sur les trésoreries bancaires. Compte tenu du creusement du déficit de liquidité au quatrième trimestre 2008, le Conseil de Bank Al-Maghrib a décidé, lors de sa réunion du 23 décembre de réduire le taux de la réserve monétaire de 3 points de pourcentage, pour le ramener à 12% à compter du 1^{er} janvier 2009.

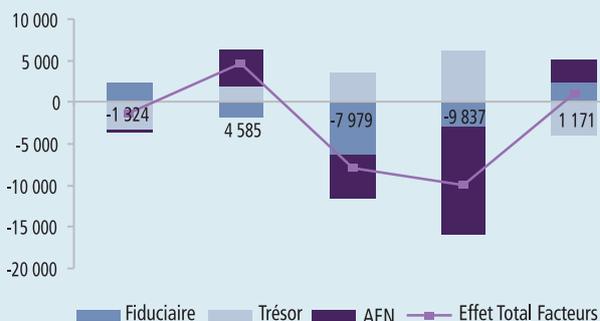
La réduction du ratio de la réserve obligatoire a induit une injection de liquidité globale de 10,4 milliards de dirhams (7,5 milliards le 21 décembre 2008 et 2,9 milliards le 21 janvier 2009). En conséquence, l'insuffisance moyenne des trésoreries bancaires est passée de 17,5 milliards de dirhams au quatrième trimestre 2008 à 11,1 milliards au premier trimestre 2009.

Au cours du premier trimestre de l'année 2009¹, les facteurs autonomes ont peu affecté les trésoreries bancaires. Les opérations du Trésor ont été à l'origine d'une ponction de liquidité de 3,9 milliards de dirhams, principalement attribuable aux levées du Trésor sur le marché des adjudications.

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 ressources du Trésor ont totalisé 48,5 milliards de dirhams, dont 15,8 milliards attribuables aux souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor. Les charges du Trésor se sont élevées à 44,6 milliards de dirhams, dont 12,4 milliards dus au remboursement des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire et près de 3 milliards de dirhams attribuables aux charges de la caisse de compensation.

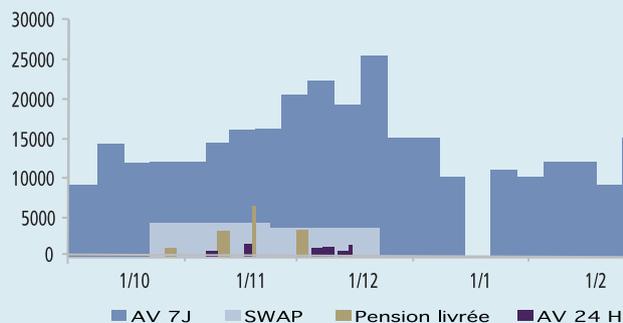
En revanche, les opérations sur avoirs extérieurs ont induit une injection de liquidité de 2,7 milliards de dirhams. Les opérations d'achats de devises par les banques commerciales, en net ralentissement par rapport au trimestre précédent, ont totalisé 1,2 milliard de dirhams seulement. En outre, les cessions de billets de banque étrangers ont atteint 3,9 milliards de dirhams.

Par ailleurs, le reflux de la monnaie fiduciaire, consécutif aux importants retraits accompagnant les périodes de fin d'année et de fêtes religieuses a atteint 2,3 milliard de dirhams.

Globalement, les facteurs autonomes ont exercé un effet expansif de 1,2 milliard de dirhams sur les trésoreries bancaires.

¹ Les données sont arrêtées à fin février 2009.

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 (%)



En vue de combler l'insuffisance des trésoreries bancaires qui atteint en moyenne 11,1 Milliards au cours de ce trimestre, Bank Al-Maghrib est exclusivement intervenue au moyen des avances à 7 jours pour un montant quotidien moyen de 10,1 Milliards de dirhams.

Au cours du premier trimestre de l'année 2009, le taux moyen pondéré s'est établi en moyenne à 3,38%, en baisse de 24 points de base par rapport au trimestre précédent en raison de :

- la baisse du ratio de la réserve obligatoire,
- la diminution des besoins de certaines banques de la place,
- des baisses du taux interbancaire enregistrées en fin de période de réserve.

Ainsi, corrigée des fins de périodes de réserve, la moyenne du TMP s'établit à 3,46% à fin février.

Pour sa part, la volatilité du TMP a augmenté de 12 points de base s'établissant à 0,30% contre 0,18% précédemment. Hors fins de périodes de réserve, la volatilité du TMP s'établit à 0,09%.

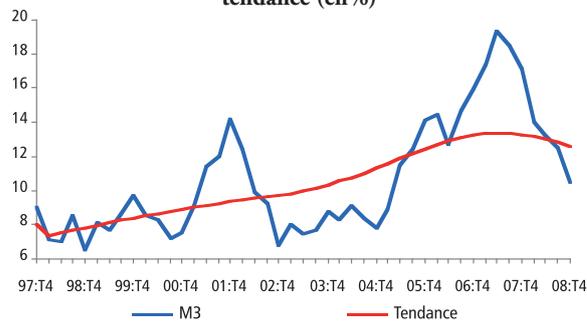
4.1.2 Monnaie, crédit et placements liquides

Evolution de M3

Le ralentissement de la masse monétaire s'est poursuivi au quatrième trimestre 2008 et en janvier 2009. En conséquence, l'excédent monétaire qui a enregistré un pic au quatrième trimestre 2007, s'est inscrit en contraction continue, pour s'estomper au quatrième trimestre de l'année 2008.

Entre le quatrième trimestre 2008 et janvier 2009, la croissance annuelle de la masse monétaire est restée stable à 10,4%, au lieu de 12,5% au troisième trimestre 2008. La décélération de M3 traduit la baisse du rythme de constitution des encaisses monétaires par l'ensemble des agents non financiers. Ainsi, le rythme de croissance du total des dépôts des particuliers s'est ralenti,

Graphique 4.4 : Croissance annuelle de M3 et sa tendance (en%)



Graphique 4.5 : Excédent monétaire (en pourcentage de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en terme réels)



s'établissant à un niveau de 9,2%, tandis que celui des entreprises non financières a progressé à une cadence inférieure à celle de la croissance économique, soit 4,8%. Les avoirs des entreprises auprès des banques semblent en effet refléter le choc négatif subi par leur trésorerie, comme en témoigne la baisse des ventes déclarée par les entreprises du secteur industriel et le recul du chiffre d'affaires du secteur tertiaire que laisse indiquer la baisse des recettes touristiques. Pour sa part, la progression des dépôts des MRE, chiffrée à 5,9% au quatrième trimestre 2008, a connu une décélération à partir du deuxième semestre 2008, impactée en cela par le fléchissement de leurs transferts courants vers le Maroc lié lui même à la dégradation de la conjoncture économique dans les pays d'accueil.

La structure de M3 par type d'encaisses révèle la forte décélération des dépôts à vue au profit des placements à terme, dont la rémunération est devenue plus attractive stimulée par le renchérissement des conditions de refinancement des banques et l'intensification de la concurrence bancaire sur ce segment.

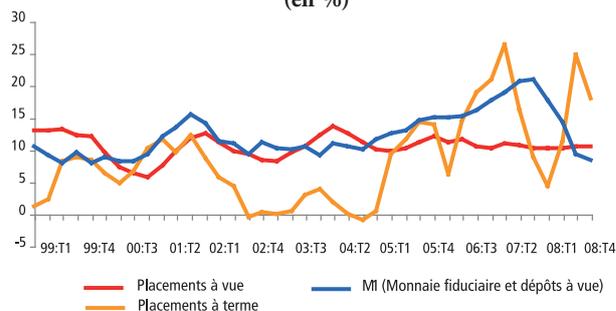
En revanche, les placements à vue et la monnaie fiduciaire n'ont pas connu de variations significatives.

Crédit bancaire

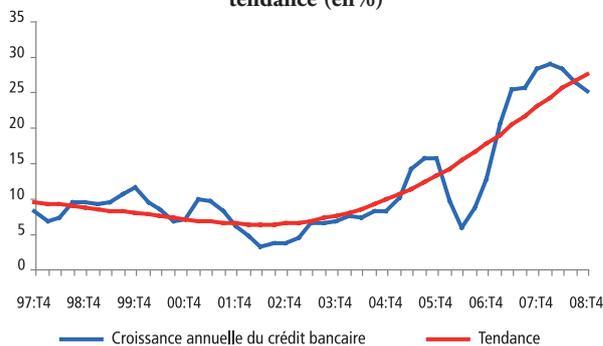
Les dernières données disponibles indiquent la poursuite de la décélération du crédit bancaire, dont la croissance annuelle est revenue à 25,1% au terme du quatrième trimestre 2008 et à 20,7% en janvier avec une baisse de 1% en variation mensuelle au terme de ce mois, la plus significative depuis avril 2006.

L'analyse de la structure du crédit indique un ralentissement, dans les mêmes proportions, pour l'ensemble des agents non financiers. Ainsi les concours accordés aux particuliers ont augmenté de 22,3% en janvier, au lieu de 25,7% au quatrième trimestre, alors que le rythme de

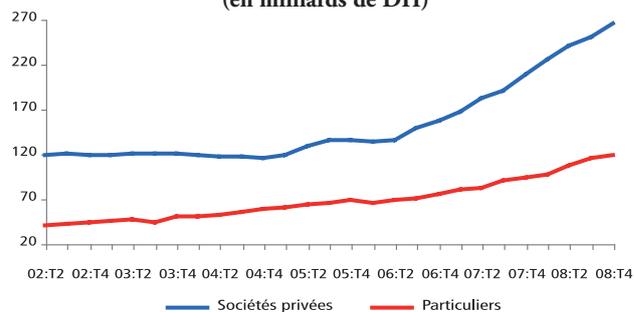
Graphique 4.6 : Evolution annuelle des composantes de M3 (en %)



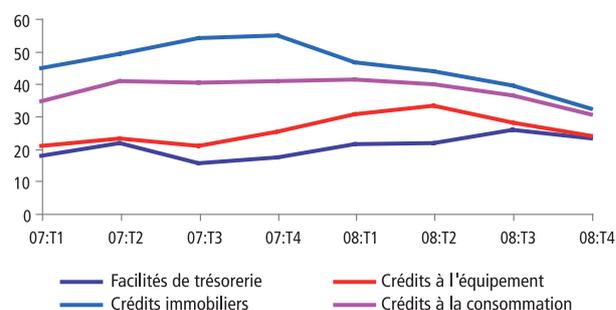
Graphique 4.7 : Croissance annuelle du crédit bancaire et sa tendance (en%)



Graphique 4.8 : Structure des crédits par agent économique (en milliards de DH)



Graphique 4.9 : Evolution annuelle des principales catégories du crédit bancaire



progression du crédit aux entreprises s'est établi à 22,5%, contre 26,7%.

Dans un contexte marqué par l'absence d'orientation nette à la hausse des taux débiteurs, cette évolution confirme le retour progressif de la croissance du crédit à des niveaux compatibles avec leur tendance de long terme. Concernant plus particulièrement les prêts immobiliers, leur ralentissement serait, selon des données parcellaires, favorisé par le recul de la demande émanant des ménages, parallèlement au tassement des transactions sur certains segments du marché immobilier.

Autres sources de création monétaire

Les avoirs extérieurs nets ont fléchi au cours du quatrième trimestre 2008 de 8,1% par rapport au trimestre précédent et de 4,4% comparativement au niveau enregistré une année auparavant et ce, en raison particulièrement du creusement du déficit commercial et du recul des recettes voyages et des transferts des MRE. En dépit d'une légère reprise de 1,2% durant le mois janvier 2009, l'encours des réserves de change demeure inférieur de 6,5% à celui atteint au titre du même mois de l'année précédente.

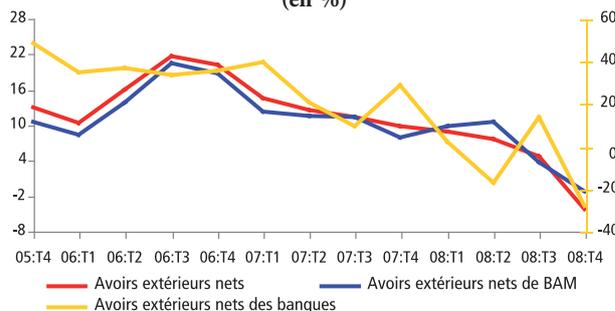
S'agissant des créances nettes sur l'Etat, leur contraction s'est atténuée au quatrième trimestre 2008 et en janvier 2009, en raison de la légère reprise des émissions des bons de Trésor conjuguée à la diminution de ses avoirs auprès de Bank Al-Maghrib.

En définitive, l'ensemble des sources de création de la monnaie a négativement impacté la croissance de la masse monétaire en janvier 2009.

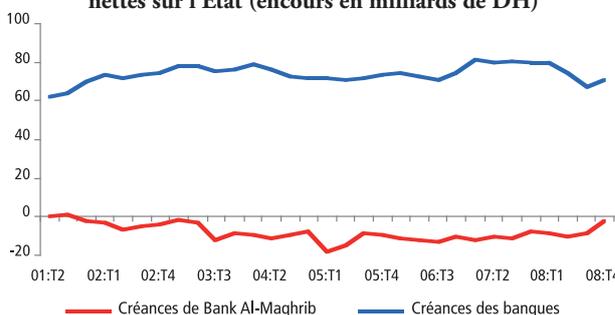
Placements liquides

Au terme du quatrième trimestre 2008, les placements liquides se sont inscrits en baisse de 8,7%, par rapport au niveau enregistré une année auparavant.

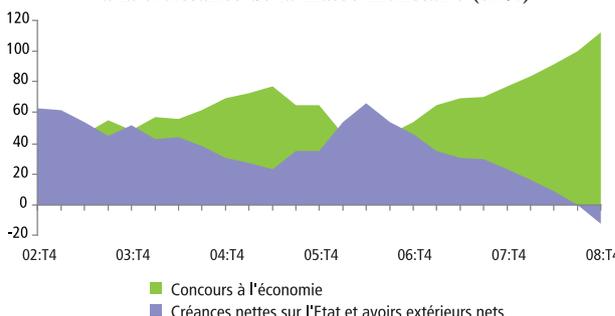
Graphique 4.10 : Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets (en %)



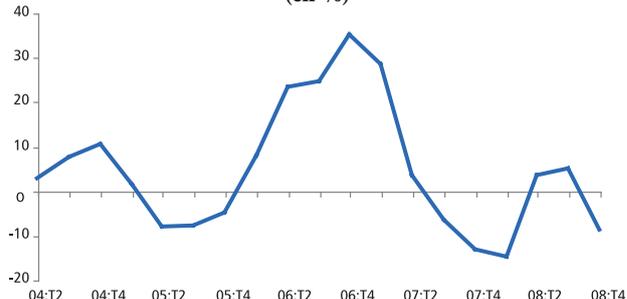
Graphique 4.11 : Evolution trimestrielle des créances nettes sur l'Etat (encours en milliards de DH)



Graphique 4.12 : Contributions des principales contreparties à la croissance de la masse monétaire (en%)



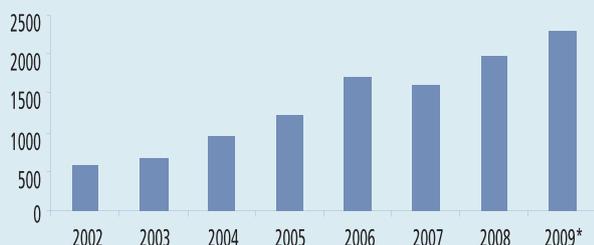
Graphique 4.13 : Evolution annuelle des placements liquides (en %)



Encadré 4.2 : Absence d'impact direct de la crise financière internationale sur les conditions monétaires au Maroc

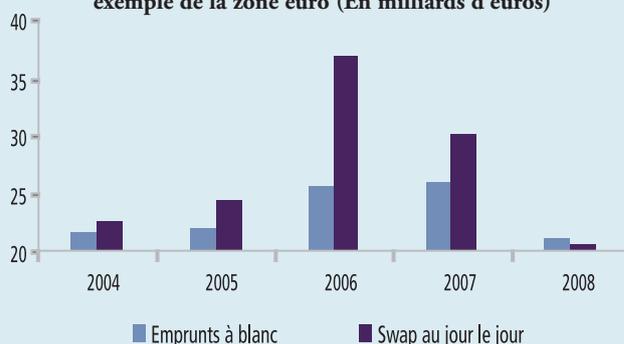
Si le climat d'incertitude prévalant depuis quelques mois sur les marchés monétaires internationaux, lié à la multiplication des faillites de nombreux établissements bancaires, s'est globalement traduit par un net recul des emprunts à blanc et des transactions interbancaires, les conditions monétaires au Maroc demeurent à l'abri des effets de premier tour de la crise financière internationale. L'élargissement des encours échangés entre les banques marocaines ainsi observé laisse indiquer la poursuite du fonctionnement normal du marché interbancaire national.

Graphique E4.2.1 : Volume moyen échangé sur le marché interbancaire marocain (En millions de dirhams)



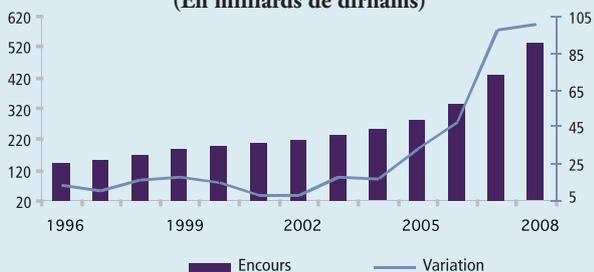
* Moyenne des deux premiers mois de l'année

Graphique E 4.2.2 : Marché interbancaire : exemple de la zone euro (En milliards d'euros)



De même, le durcissement des conditions d'octroi de crédit aux entreprises et aux particuliers associé à la montée des risques et à l'assèchement des liquidités dans les pays développés, dû lui-même à la propagation de la crise de confiance, ne s'est pas diffusé à la dynamique du crédit au Maroc. L'évolution de celui-ci demeure relativement soutenue, en dépit d'une légère correction à la baisse après des épisodes de croissance excessive. La poursuite de la dynamique du crédit au Maroc n'a pas non plus nécessité un gonflement de la base monétaire¹, à l'opposé de l'évolution constatée dans les principaux pays affectés directement par la crise financière.

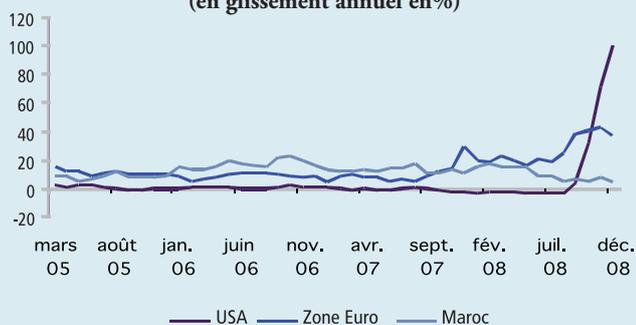
Graphique E 4.2.3 : Crédit bancaire au Maroc (En milliards de dirhams)



Graphique E 4.2.4 : Crédit bancaire Zone euro (En milliards d'euros)



Graphique E 4.2.5 : Evolution de la base monétaire (en glissement annuel en%)



Sources : FMI, BAM

¹ La base monétaire au Maroc regroupe la circulation fiduciaire et les dépôts et autres engagements de la banque centrale à l'égard de l'économie à l'exclusion des dépôts du Trésor et du Fonds Hassan II.

L'évolution des placements liquides reflète la poursuite de la baisse des titres des OPCVM obligataires, sous l'effet notamment de la dépréciation de leurs valeurs parallèlement à la hausse des rendements sur le marché secondaire des bons du Trésor. Elle est également imputable à la contraction du portefeuille des agents non financiers en titres des OPCVM actions et diversifiés en relation avec le fléchissement des cours sur la bourse de Casablanca.

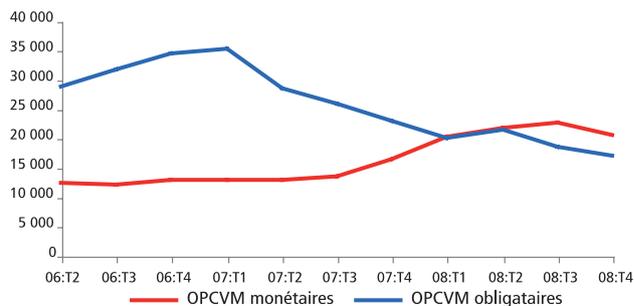
Pour leur part, les titres des OPCVM monétaires ont vu leur progression annuelle revenir à 26,5%, contre une croissance exceptionnelle autour de 67% durant les deux derniers trimestres. Cet ajustement tient essentiellement à la contraction du portefeuille des entreprises, qui ont globalement réduit leurs placements en titres des OPCVM au quatrième trimestre 2008. Il serait également imputable à une certaine préférence des particuliers pour les dépôts à terme auprès des banques dont le taux de rémunération a augmenté plus rapidement que les rendements sur le marché monétaire.

4.1.3 Taux de change

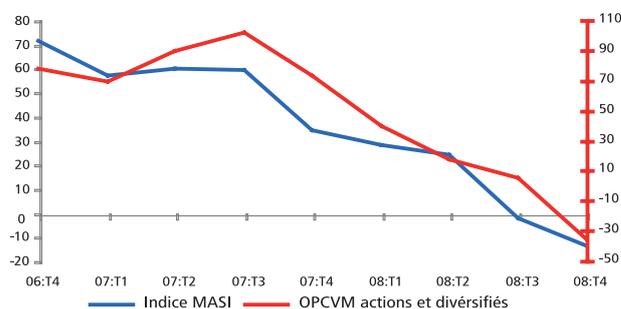
Au terme du dernier trimestre de l'année 2008 et par rapport au trimestre précédent, le dirham s'est inscrit, en moyenne, en hausse, de 7,78% face à la livre sterling et de 2,34% vis-à-vis de l'euro. Il s'est, en revanche, déprécié de 20,38% contre le yen japonais, de 10,5% par rapport au dollar et de 3,25% à l'égard du franc suisse. Cette évolution s'est poursuivie en janvier et en février 2009, le dirham s'étant inscrit, en moyenne, en hausse de 0,17% à l'égard de l'euro et déprécié de 0,76% contre le dollar.

Pour sa part, le taux de change effectif nominal du dirham, calculé à partir des taux de change bilatéraux vis-à-vis des principaux partenaires du Maroc, s'est apprécié de 0,23% au quatrième trimestre 2008 par rapport à son niveau du trimestre précédent. Dans le même temps, l'évolution défavorable du différentiel d'inflation

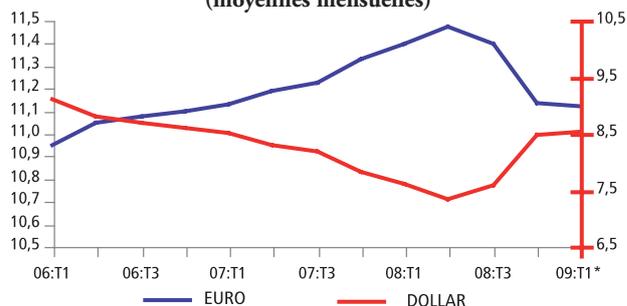
Graphique 4.14. : Evolution des titres des OPCVM monétaires et obligataires (en millions de DH)



Graphique 4.15 : PL4 et Masi (glissement annuel en %)

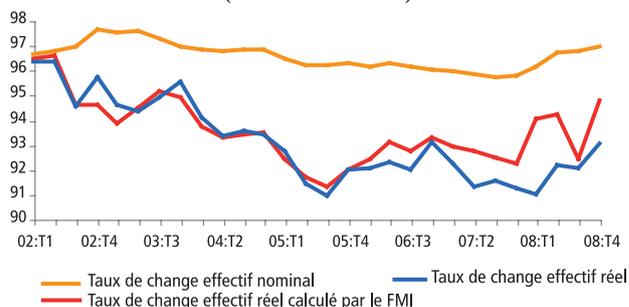


Graphique 4.16 : Taux de change du dirham (moyennes mensuelles)



* Le premier trimestre 2009 correspond à la moyenne arithmétique des données des mois de janvier et de février.

Graphique 4.17 : Taux de change effectif * (Base 100 en 2000)



* Données provisoires
Source : FMI, calculs de BAM

s'est traduite par une légère appréciation du dirham, en termes réels de 1,07% d'un trimestre à l'autre.

4.2. Prix des actifs

A l'issue du dernier trimestre de l'année 2008, l'indice MASI a poursuivi son mouvement de baisse par rapport au trimestre précédent, enregistrant un repli de 12%, en liaison notamment avec le recul de 20,4% qu'a connu l'indice du secteur de l'immobilier. Dans ces conditions, la contre-performance de l'indice global du marché s'est établie à 13,5% d'une année à l'autre. En date du 6 mars 2009, l'indice a connu un léger redressement, enregistrant une progression de 0,75%.

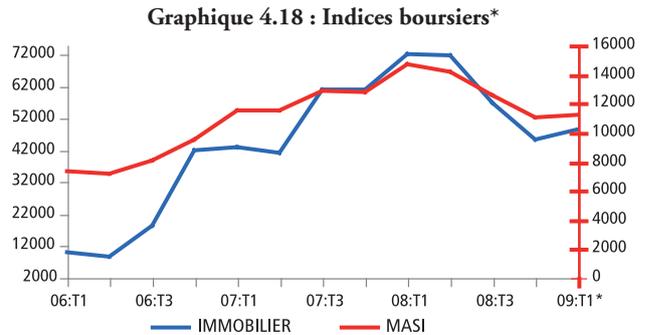
Le PER de la place de Casablanca est revenu de 17,7 à 17,4 d'un trimestre à l'autre, mais demeure globalement largement supérieur à celui des pays émergents.

Le volume des transactions a, quant à lui, plus que doublé, d'un trimestre à l'autre, pour atteindre 91,5 milliards de dirhams.

En relation avec la baisse des cours, la capitalisation boursière a accusé un recul de 9,4%, d'un trimestre à l'autre, pour se situer à 531,8 milliards de dirhams. Au terme des mois de janvier et de février 2009, la capitalisation boursière s'est inscrite en hausse de 2,4%, atteignant 544,6 milliards de dirhams.

Au terme du dernier trimestre de l'année, la quasi majorité des indices sectoriels se sont inscrits en baisse comparativement au trimestre précédent.

Pour ce qui est des actifs immobiliers, il ressort des informations parcellaires recueillies, que le secteur semble enregistrer un certain ralentissement de l'activité et des prix, d'un trimestre à l'autre.



* Le premier trimestre 2009 est arrêté au 6 mars 2009

Graphique 4.19 : Evolution des indices sectoriels en glissement trimestriel, T4/T3 2008, en %

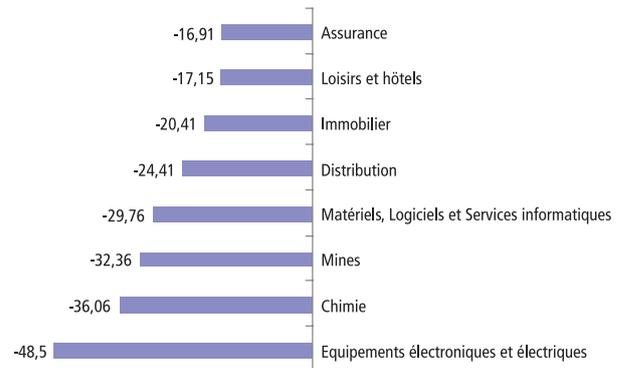


Tableau 4.3 : Valorisation du marché des actions

PER*	07:T4	08:T1	08:T2	08:T3	08:T4
Afrique du Sud	12,38	12,71	13,36	9,76	3,48
Argentine	19,17	2,58	2,61	8,94	5,68
Egypte	18,54	15,87	14,7	13,28	7,41
Euro stoxx 50	12,5	10,5	11,14	9,45	9,21
Hongrie	13,2	10,36	9,13	7,51	4,55
Maroc	22,2	21,2	20,1	17,7	17,4
Taiwan	20,26	18,36	12,91	9,58	11,46
Turquie	17,33	8,36	6,89	6,96	5,23

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

5. ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Les prévisions trimestrielles de Bank Al-Maghrib qui tablaient sur un ralentissement de l'inflation et de l'inflation sous-jacente ont été confirmées au vu des données relatives au quatrième trimestre de l'année 2008 et au mois de janvier 2009. En effet, le tassement des cours mondiaux des matières premières alimentaires n'a pas manqué d'impacter à la baisse les prix intérieurs. Toutefois, comme apprécié dans le RPM de décembre dernier, le reflux de l'inflation observé au niveau mondial se transmet lentement à l'inflation au Maroc compte tenu essentiellement du délai d'écoulement des stocks des produits importés à des prix élevés et des comportements de marge des importateurs et des distributeurs nationaux qui engendrent des rigidités à la baisse des prix. Dans ce contexte, après 4,2% en décembre, l'inflation s'est établie à 4% en janvier 2009 en glissement annuel. Cependant, la tendance fondamentale des prix demeure orientée à la baisse comme le confirme le repli du rythme de progression de l'indice de l'inflation sous-jacente, revenu de 3,3% en décembre à 2,8%. Ce recul est le résultat du ralentissement significatif de l'inflation des biens échangeables qui a plus que compensé la hausse de l'inflation des biens non échangeables, en particulier les services. En effet, l'atténuation des tensions sur les prix des matières premières non énergétiques, particulièrement ceux des produits alimentaires de base, et du pétrole sur le marché international, a contribué de façon importante au repli de l'inflation des biens échangeables. L'orientation baissière de l'inflation est également corroborée par l'évolution des prix à la production industrielle qui ont été les plus impactés par le mouvement de baisse des cours du pétrole et des matières premières non énergétiques importées, enregistrant une diminution de 2,8% en décembre et de 7,8% en janvier 2009.

5.1 Evolution de l'inflation

En janvier 2009, l'inflation s'est établie à 4% après 3,9% et 4,2%, respectivement en novembre et décembre, en liaison principalement, avec la hausse des prix des produits frais. Cependant, l'inflation sous-jacente, qui reflète la tendance fondamentale des prix, est revenue de 3,3% en décembre à 2,8% en janvier.

L'analyse de l'évolution de l'inflation par principaux groupes de produits montre que les prix des produits frais ont maintenu un rythme d'évolution ascendant durant les trois derniers mois. Ils sont ainsi passés de 4,8% en novembre à 7,4% en décembre puis à 8,9% en janvier, les augmentations de novembre et de janvier étant essentiellement dues à un effet mécanique de base.

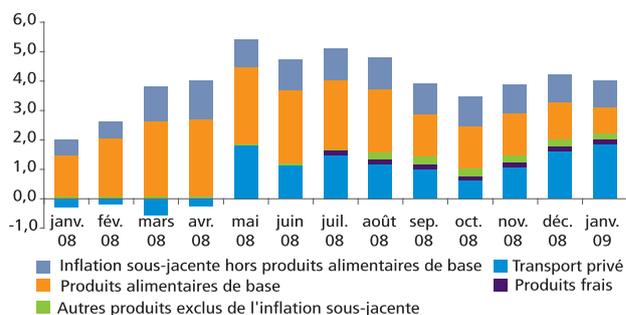
S'agissant des prix des produits de base, l'atténuation de leur rythme d'évolution a continué entre novembre et janvier, suite à la poursuite du repli des cours internationaux des matières premières alimentaires, en relation, principalement, avec la

Graphique 5.1 : Inflation globale 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

baisse de la demande mondiale. La progression des prix des produits alimentaires de base est ainsi passée de 10,2% en novembre à 9,1% en décembre et à 6,4% en janvier. La décélération a été observée essentiellement au niveau des prix des céréales et des corps gras, produits dont les prix ont le plus augmenté en 2008. Ces derniers ont ainsi évolué entre novembre et janvier, de 12% à 7,7% et de 12,1% à 4,9%, respectivement.

Le repli de la hausse des prix des produits alimentaires de base a ainsi atténué l'effet des augmentations des prix des produits frais sur l'inflation globale et a confirmé le trend baissier de l'inflation sous-jacente jusqu'à janvier 2009. Quant aux produits non alimentaires, leur contribution à l'inflation, entre novembre et janvier, a été de moindre ampleur, recouvrant d'une part un recul du taux d'accroissement des prix de l'habillement, des communications (effet de base) et des biens durables de loisirs et, d'autre part, une accélération du rythme de progression des prix des biens d'équipement, des soins médicaux et du transport en commun suite aux augmentations des tarifs de péage dans les autoroutes à partir de janvier 2009.

Quant aux tarifs du transport privé, leur taux de variation est passé de 6,2% en décembre à 6,4% en janvier 2009 et ce, en l'absence de tout changement au niveau des prix à la pompe. En revanche, à partir du 16 février 2009, les prix internes de certains types de carburants ont connu des révisions à la baisse. Ainsi, l'essence super a diminué d'un dirham pour s'établir à 10,25 dirhams le litre. Quant au nouveau gasoil 50 PPM qui a remplacé le gasoil 350 PPM, son prix a été ramené à 7,50 dirhams le litre, en baisse de 2,50 dirhams, alors que le prix du gasoil ordinaire a été maintenu à son niveau actuel de 7,22 dirhams le litre.

Par ailleurs, l'inflation sous-jacente est demeurée en dessous de l'inflation globale et ce, pour le septième mois consécutif depuis juillet 2008. Cet écart s'est élargi au cours des trois derniers mois

Tableau 5.1 : Inflation et composantes

	Variation mensuelle (%)			Glissement annuel (%)		
	nov. 08	déc. 08	janv. 09	nov. 08	déc. 08	janv. 09
Inflation globale	0,2	0,3	-2,1	3,9	4,2	4,0
- Produits frais	0,7	2,1	-2,1	4,8	7,4	8,9
- Transport privé	0,1	0,1	0,0	6,1	6,2	6,4
- Autres produits exclus de l'inflation sous-jacente	0,0	0,0	-0,1	4,6	4,6	4,6
Inflation Sous-jacente	0,0	0,1	-0,1	3,5	3,3	2,8
<i>dont :</i>						
- Produits alimentaires de base	-0,3	-0,6	-1,7	10,2	9,1	6,4
- Autres produits alimentaires	0,4	0,6	0,3	4,5	4,5	4,5
- Habillement	0,2	0,1	0,0	1,6	1,5	1,3
- Habitation	0,1	0,2	0,0	0,8	0,9	0,9
- Equipement	0,1	0,5	0,0	2,1	2,5	2,5
- Soins médicaux	0,1	0,1	0,6	0,3	0,3	0,9
- Transport en commun et communication	0,1	0,0	1,1	1,9	2,0	1,4
- Loisirs et cultures	0,0	0,0	0,0	1,9	1,8	1,8
- Autres biens et services	0,0	0,3	0,4	2,6	2,6	2,8

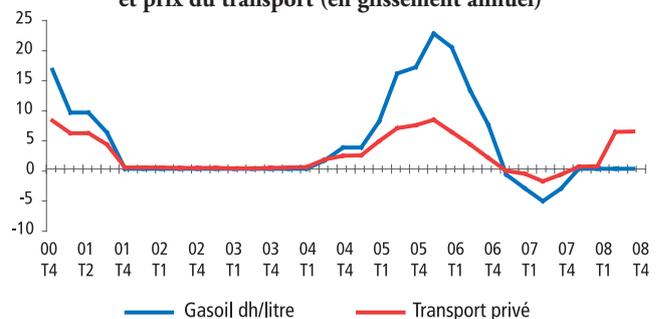
Sources : HCP et calculs de BAM

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

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

Source : Ministère de l'énergie et des mines

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



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

Encadré 5.1 : Evolution des prix en 2008

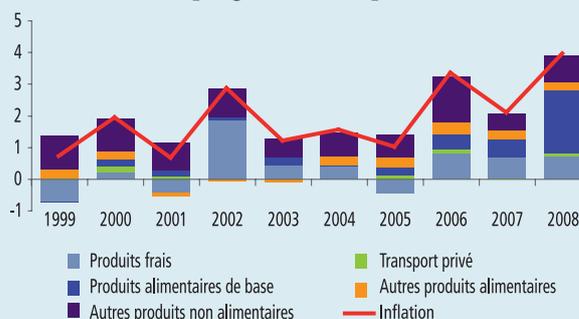
En 2008, l'inflation s'est établie à 3,9% au lieu de 2% une année auparavant, dépassant ainsi largement la moyenne des cinq dernières années, soit 1,8%. Cette tendance à la hausse a été observée également au niveau de l'inflation sous-jacente, passée de 1,7% à 3,9% d'une année à l'autre. L'évolution des prix en 2008 a été imputable principalement à des facteurs de coût, en particulier l'explosion des prix des produits de base sur les marchés internationaux.

En premier lieu, les prix des produits alimentaires de base et ceux des produits frais qui ont augmenté de 14,3% et de 3% respectivement, ont contribué à hauteur de 1,98 et 0,72 point de pourcentage à l'inflation en 2008. Les prix des produits alimentaires de base ont, en effet, pâti de la flambée mondiale des cours matières premières alimentaires qui a duré jusqu'à la fin du premier semestre de l'année. Cependant, le repli des prix internationaux à partir du deuxième semestre 2008, résultant du ralentissement de la demande mondiale, n'a été que partiellement transmis aux prix domestiques. Ces rigidités trouvent leur explication dans plusieurs facteurs, notamment, les comportements de marge, le délai d'écoulement des stocks et le fait que les contrats d'importation sont généralement conclus à l'avance et ne prennent pas parfaitement en considération les évolutions futures des prix sur les marchés internationaux.

De même, le renchérissement des cours du pétrole qui s'est poursuivi jusqu'à juillet 2008, portant le prix du baril du Brent au delà de 130 dollars, a impacté considérablement les prix internes du carburant, et par conséquent, les tarifs de la rubrique « transport privé », malgré les interventions au titre de la compensation au cours de la même année. Les prix du transport privé se sont, ainsi, accrus de 3,3% au lieu de 1,1% l'année passée. Cette situation a pesé lourdement sur le budget alloué à la compensation et a poussé le Gouvernement à répercuter une partie de cette hausse sur les prix internes de certains carburants, notamment l'essence super, à partir de juillet 2008. En revanche, la chute des cours entamée dès le mois d'août 2008, sous l'effet de l'importante contraction de la demande mondiale, n'a pas été répercutée en interne au cours du deuxième semestre de la même année.

Dans ce contexte, la hausse de 5,8% des prix des échangeables en 2008, n'a pas manqué de se transmettre aux prix des non échangeables (2,1% en 2008 au lieu de 0% en 2007), en particulier les services. Cet effet de diffusion s'est opéré à travers le renchérissement des intrants et les revalorisations salariales de juillet 2008. Ainsi, la matérialisation de ces effets de second tour, a amené la banque centrale à relever son taux directeur en septembre dernier, afin d'ancrer les anticipations des agents et prévenir l'impact d'une éventuelle boucle prix-salaires sur l'inflation.

Graphique E 5.1 : Contributions à l'inflation en 2008 par grandes rubriques



Sources : HCP et calculs BAM

en raison, exclusivement, du comportement des prix des produits frais, atteignant 0,4, 0,9 et 1,2 point de pourcentage en novembre, décembre et janvier, respectivement.

5.2 Biens et services

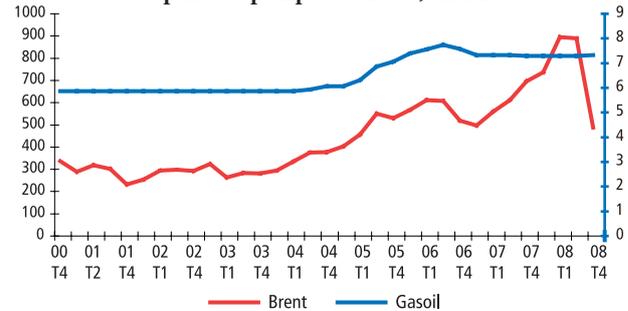
La décomposition de l'inflation en prix des biens et services laisse apparaître un maintien de la tendance baissière en glissement annuel des prix des biens transformés, revenant de 3,6% en novembre à 2,8% en janvier. Cette évolution résulte, essentiellement, de la décélération observée au niveau des prix de certains produits alimentaires de base, notamment les corps gras, ainsi que de ceux de la majorité des sous-rubriques de l'habillement.

En revanche, les prix des « biens non transformés et autres », ont suivi un rythme ascendant au cours des trois derniers mois, passant de 6,8% en novembre à 8,5% en janvier, tirés essentiellement par la hausse sensible des prix des produits frais. Les prix de l'ensemble des biens, transformés et non transformés, ont contribué conjointement à l'inflation globale, à hauteur de 3,2 points en novembre, de 3,5 points en décembre et de 3,3 points en janvier.

Pour leur part, les prix des services hors transport privé se sont accrus de 1,7% en janvier au lieu de 1,6% en décembre et 1,5% en novembre. Cette évolution s'explique partiellement par un effet de diffusion retardé de la revalorisation du SMIG en juillet dernier, comme le montrent les résultats des modèles de BAM¹. Parmi les services dont la hausse des tarifs a connu une accélération, figurent les consultations médicales et hospitalisation, le transport en commun, les soins et effets personnels et la rubrique « restaurants, cafés et hôtels ». Dans ce contexte, les prix des services, y compris ceux du transport privé, ont contribué à hauteur de 0,7 point de pourcentage à l'inflation globale, soit une proportion identique pour les trois derniers mois.

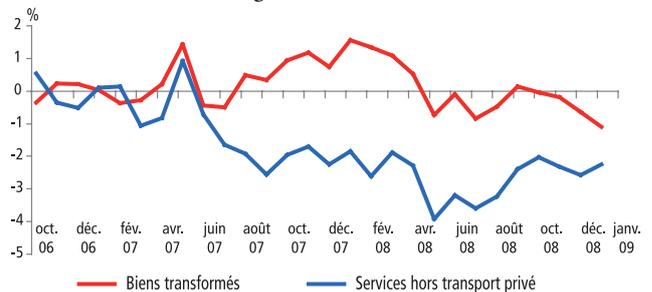
¹ Voir Encadré 2.1, page 22, RPM juin 2008

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

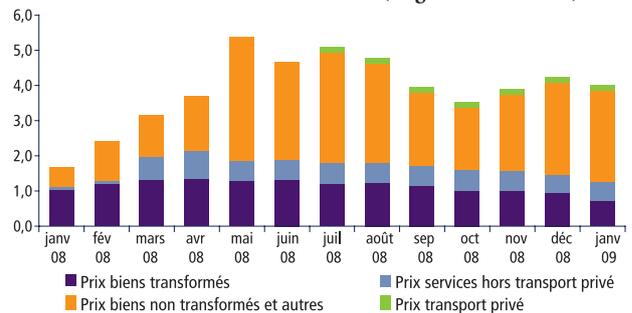
Graphique 5.5 : Prix relatifs des biens transformés et des services hors transport privé par rapport à l'inflation (en glissement annuel)*



(*) 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 (%)		
	nov. 08	déc. 08	janv. 09	nov. 08	déc. 08	janv. 09
Biens transformés	0,0	0,0	-0,2	3,6	3,5	2,8
Biens non transformés et autres	-0,5	1,3	-2,0	6,8	8,2	8,5
Services hors transport privé	0,1	0,1	0,4	1,5	1,6	1,7
Transport privé	0,1	0,1	0,1	6,1	6,2	6,4

Sources : HCP et calculs de BAM

5.3 Biens échangeables et non échangeables

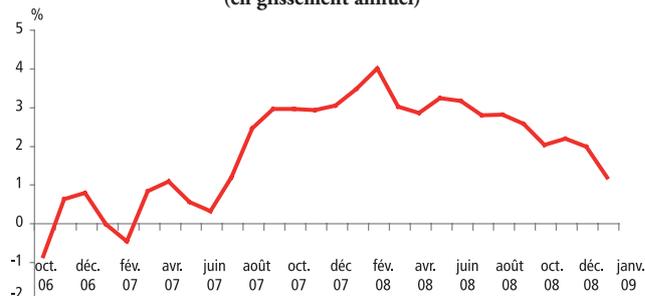
La décomposition de l'indice du coût de la vie par nature de produits fait ressortir un ralentissement de l'inflation des biens échangeables face à une légère hausse de celle des produits non échangeables.

En effet, après avoir enregistré une accélération de 5,7% à 7,2% entre novembre et décembre 2008, l'inflation des biens échangeables a renoué avec la baisse en janvier 2009 en s'établissant à 6,9%. Les prix de ces produits qui ont contribué à hauteur de 2,8 points de pourcentage à l'inflation globale, demeurent tributaires de l'évolution des prix à l'import des produits alimentaires, à leur tour très impactés par les fluctuations des cours des matières premières alimentaires au niveau international (Voir Chapitre 3).

De fait, l'entrée en récession des principales économies mondiales, consécutivement à la crise financière, s'est traduite par une forte baisse de la demande et un repli quasi-généralisé des prix des produits alimentaires sur le marché mondial. La décélération de l'inflation des biens échangeables est en rapport, principalement, avec la baisse du rythme d'accroissement des prix des céréales et des corps gras ainsi que ceux des poissons et des fruits frais. En revanche, il y a lieu de noter la hausse du prix du lait sur le marché domestique, en tant que réajustement retardé, effectué en réponse au renchérissement passé des matières premières alimentaires et énergétiques, en particulier durant le premier semestre de l'année 2008.

Pour sa part, l'indice des prix des biens non échangeables a progressé de 2,4% contre 2,3% en décembre, contribuant ainsi à hauteur de 1,3 point de pourcentage à l'inflation globale. La légère accélération de l'inflation des biens non échangeables est attribuée, principalement, à la hausse du rythme de progression des tarifs au niveau des services « transport en commun », « restaurants, cafés et hôtels » et « soins et effets personnels ».

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



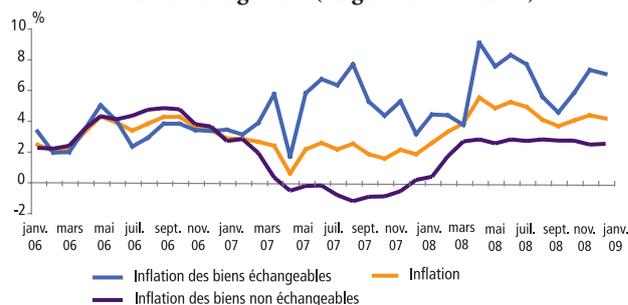
(* Ecart entre le taux d'inflation des biens transformés et celui des services hors transport privé Sources : HCP et calculs de BAM

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

	Evolution en variation mensuelle (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	nov. 08	déc. 08	janv. 08	nov. 08	déc. 08	janv. 09
Biens échangeables	-0,4	0,9	-1,7	5,7	7,2	6,9
Biens non échangeables	0,1	0,1	0,3	2,6	2,3	2,4

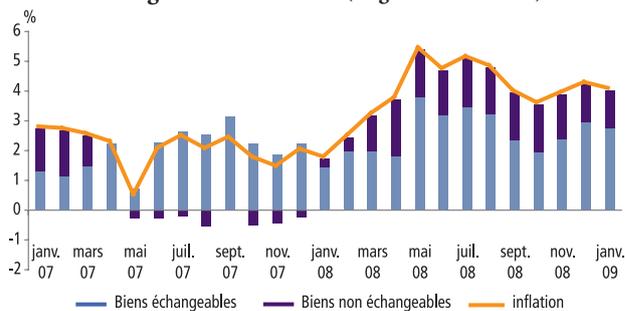
Sources : HCP et calculs de BAM

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

5.4 Indice des prix à la production industrielle

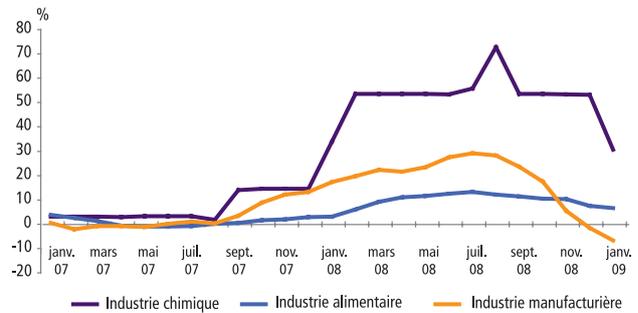
L'évolution des prix à la production industrielle de janvier 2009 indique une chute des coûts de production dans les principales branches industrielles et, de ce fait, un apaisement des tensions sur les prix intérieurs. En effet, l'indice des prix à la production industrielle a accusé une baisse significative de 7,8%, après celle de 2,8% enregistré en décembre 2008.

De fait, contrairement à l'inflation, la diminution des prix des matières premières non énergétiques et du pétrole sur les marchés internationaux s'est répercutée plus rapidement sur les prix à la production industrielle. Cette baisse s'explique en grande partie par la régression de 48% des coûts de production dans la branche cokéfaction et raffinage après celle de 39,1% enregistrée en décembre dernier. La contribution négative des prix dans la branche cokéfaction et raffinage à la variation de l'indice de référence s'est chiffrée à 14,1 points de pourcentage.

Hors raffinage et cokéfaction, la hausse de l'indice des prix des industries manufacturières a ralenti, de 12,8% à 8,9%, sous l'effet principalement de la décélération, de 6,4% à 5,5%, du taux de progression des prix dans la branche « industrie alimentaire » et, de 52% à 29,5%, de celui des coûts de production dans l'industrie chimique. Conjointement, les prix dans les industries alimentaire et chimique ont contribué à hauteur de 5,74 points de pourcentage à l'augmentation de l'indice des prix à la production manufacturière. Cette évolution s'inscrit dans un contexte économique international marqué par le tassement de la demande mondiale pour certaines matières premières agricoles et énergétiques, ainsi que par la revue à la baisse des perspectives de croissance et d'emploi des pays développés et émergents.

Pour sa part, la progression des coûts de production dans la branche « travail des métaux » s'est établie à 4,8% comparativement à 8,8% le mois précédent, tandis que la hausse des prix dans l'industrie

Graphique 5.10 : Indices des prix à la production industrielle



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)

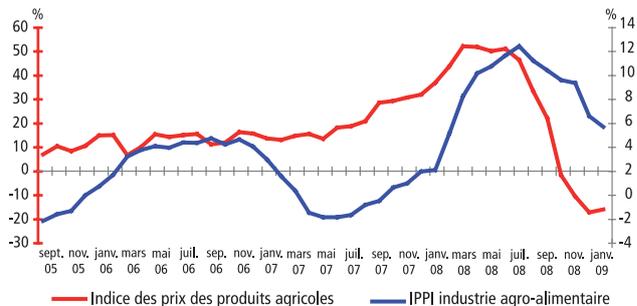


Sources : FMI, HCP et calculs de BAM

métallurgique est restée presque inchangée à 1% et ce, malgré le recul remarquable des prix des principaux métaux sur le marché mondial.

Les résultats de l'enquête de conjoncture de BAM du mois de janvier indiquent que les chefs d'entreprises ont observé une poursuite de la tendance baissière des prix de leurs produits finis, entamée en août, qui devrait continuer au cours des trois prochains mois, sauf dans les industries chimique et para chimique.

Graphique 5.13 : 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

Reflétant la détérioration de l'environnement international, l'indicateur de la demande étrangère adressée au Maroc indique un reflux des pressions sur l'inflation. Cette évolution se conjugue à une diminution significative des prix des produits alimentaires de base et du pétrole, ainsi qu'à un ralentissement de l'inflation mondiale. La prévision centrale de l'inflation à l'horizon des six prochains trimestres a été sensiblement révisée à la baisse par rapport à celle présentée dans le Rapport sur la politique monétaire de décembre 2008. Il est à noter que la prévision centrale de l'inflation de 3,9% pour le quatrième trimestre de 2008 publiée dans le RPM précédent a été conforme à la réalisation. Les risques l'entourant pour les prochains trimestres ont été revus à la baisse. Au-delà de 2009, la volatilité des prix des matières premières constitue toutefois une source d'incertitude. 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. Ces dernières pourraient davantage s'atténuer dans le contexte d'une dégradation de l'activité plus importante qu'anticipé. La transmission de la baisse des cours mondiaux aux prix domestiques commence à s'opérer comme il ressort de l'évolution et des perspectives des prix à l'importation, des prix à la production industrielle et des prix des biens échangeables. En outre, l'examen des conditions de l'offre et de la demande globales laisse entrevoir un reflux des tensions sur le marché du travail. L'augmentation programmée de 5% du SMIG en juillet 2009 constitue, cependant, un facteur d'incertitude quant à cette évolution. Sur cette base, l'évolution de l'inflation à l'horizon des six prochains trimestres resterait globalement en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, avec une prévision moyenne de l'ordre de 2,6%. Au terme de l'horizon de prévision, soit le deuxième trimestre de l'année 2010, l'inflation devrait rester inférieure à 3%. Pour l'année 2009, nous anticipons un taux d'inflation de l'ordre de 2,6%. Le profil trimestriel de l'inflation durant l'année en cours indique une baisse continue.

6.1 Hypothèses du Scénario de base

6.1.1 Environnement international

Selon les dernières projections de janvier dernier du FMI sur les perspectives de l'économie mondiale, l'activité devrait connaître une décélération notable en 2009. En effet, la croissance mondiale ne devrait pas dépasser 0,5% en 2009 au lieu d'un taux de 2,2% prévu dans le cadre des projections du FMI de novembre 2008. Cette révision à la baisse a pour origine la détérioration rapide de l'activité, non seulement dans les pays développés mais également dans les pays émergents.

Selon ces projections, le PIB aux Etats-Unis devrait connaître une contraction de l'ordre de 1,6% en 2009 contre 0,7% prévu en novembre dernier. De même, celui de la zone euro pourrait accuser une contraction de l'ordre de 2% en 2009 au lieu d'une progression de 0,5% anticipée en novembre 2008. En ce qui concerne la croissance dans les pays émergents et en développement, elle devrait avoisiner 3,3% en 2009 au lieu d'un taux de 5,1% publié dans les prévisions de novembre dernier. Dans ce contexte, la tendance baissière de l'inflation au niveau mondial, entamée en août

2008, s'est poursuivie en février 2009. Dans la zone euro, d'après des données préliminaires d'Eurostat, elle s'est établie à 1,2% en rythme annuel, après 1,1% en janvier 2009. Cette diminution des tensions inflationnistes est liée à la dégradation des perspectives de croissance dans la zone euro et à la poursuite de la baisse marquée des prix des produits énergétiques, notamment ceux du pétrole. Selon les prévisions de la FED et de la BCE datant de février dernier, ce repli généralisé de l'inflation se poursuivrait en 2009 et en 2010. L'inflation dans la zone euro se situerait dans une fourchette de 0,1% à 0,7% en 2009 et entre 0,6% et 1,4% en 2010, celle prévue par la FED étant de -0,5% à 1,5% et de 0,7% à 1,8%, pour 2009 et 2010, respectivement.

Parallèlement, les cours du pétrole se sont établis en janvier 2009 à 43,9 dollars le baril, en forte contraction par rapport à la même période de l'année 2008. Pour le reste de l'horizon de prévision nous anticipons un cours du baril en dessous de 50 dollars en 2009. En effet, le marché des futures indique que le cours du Brent devrait avoisiner 46 dollars en 2009 et 52 dollars en 2010. De même, les cours mondiaux des principales matières premières ont été orientés à la baisse et cette tendance

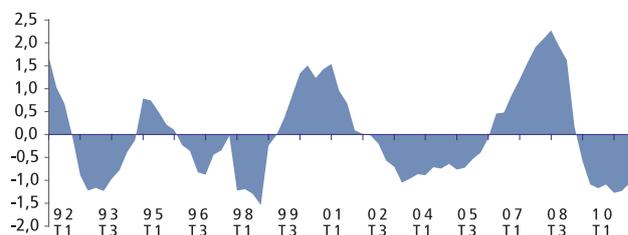
devrait se poursuivre au cours des prochains trimestres, avec toutefois une volatilité marquée. A ce titre, les projections de la Banque Mondiale tablent sur un recul, de l'ordre d'environ 25% en 2009 et de 0,3% en 2010, de l'indice mondial des prix des matières premières alimentaires. Dans ces conditions, les indices des prix à l'import aussi bien énergétiques que non énergétiques continueront de s'inscrire en diminution durant l'horizon de prévision, avec une contraction plus marquée en 2009 qu'en 2010.

Dans cet environnement très incertain, où les risques pèsent plutôt sur la croissance que sur l'inflation, les principaux pays développés et certains pays émergents ont mis en oeuvre des politiques budgétaire et monétaire expansionnistes. Ainsi, plusieurs banques centrales ont de nouveau assoupli leur politique monétaire, les dernières mesures dans ce sens étant celles prises par la Banque d'Angleterre et la Banque centrale européenne, lesquelles ont procédé à une réduction de leurs taux directeurs d'un demi-point, les ramenant respectivement à 1% et à 1,5%.

Sur la base de ces éléments, les hypothèses retenues pour les prévisions de l'inflation s'inscrivent dans la perspective d'un net repli de la demande mondiale. Cette contraction risque de perdurer au delà de 2009 avec un léger redressement probable à partir de la deuxième moitié de 2010, comme le montre le graphique 6.1 qui présente les hypothèses relatives aux prévisions pour l'output gap pondéré¹ des principaux pays partenaires du Maroc. Cet indicateur, qui permet d'apprécier les pressions émanant du niveau de la demande étrangère sur le cycle de l'activité et l'inflation au Maroc, demeurerait négatif en 2009 (-1%) et en 2010 (-1,1%) en dépit de la légère reprise

anticipée à partir du quatrième trimestre 2010. Ces hypothèses sont basées sur les projections de la Commission Européenne concernant la croissance chez les principaux pays partenaires du Maroc, à savoir la France (-1,8% en 2009 et 0,4% en 2010), l'Espagne (-2% en 2009 et -0,2% en 2010), le Royaume Uni (-2,8% en 2009 et 0,2% en 2010), l'Allemagne (-2,3% en 2009 et 0,7% en 2010) et l'Italie (-2% en 2009 et 0,3% en 2010).

Graphique 6.1 : Indicateur de demande étrangère adressée au Maroc (Output-gap des principaux pays partenaires en %)



Sources : Commission Européenne, calculs et prévisions BAM

6.1.2. Environnement national

La forte décélération prévue de la croissance économique dans la zone euro affectera l'économie marocaine en 2009, à travers les canaux de transmission d'ordre réel : exportations, investissements directs étrangers, tourisme et transferts des Marocains résidents à l'étranger. Ceci est confirmé par les évolutions récentes au plan sectoriel et au niveau de la balance des paiements qui tendent, en effet, à montrer que la crise commence à se diffuser de manière plus marquée.

Néanmoins, l'activité agricole reste bien orientée à la faveur de la prédominance jusqu'à mars 2009 de conditions climatiques très favorables.

Toutefois, les effets de la crise économique mondiale sur l'économie nationale n'ont pas affecté la soutenabilité budgétaire en 2008. Ceci laisse une marge de manœuvre pour une politique budgétaire contracyclique pour l'année 2009, tout en permettant une poursuite de la consolidation de la soutenabilité budgétaire à moyen terme,

1 L'output gap des principaux pays partenaires est estimé par un filtre de Hodrick-Prescott appliqué à la moyenne pondérée des PIB des cinq premiers pays partenaires, du Maroc classés selon leur importance dans les exportations totales. Le poids de chaque pays, à un trimestre donné de l'année T, est une moyenne mobile glissante de sa part dans les exportations totales du Maroc au cours des deux années passées (T-1 et T-2). Cette méthode permet d'éviter les éventuelles fluctuations de la série qui pourraient résulter des changements d'un trimestre à l'autre des poids. Les cinq pays retenus contribuent à hauteur de 65% aux exportations marocaines. Il s'agit de la France, de l'Espagne, de l'Allemagne, du Royaume Uni et de l'Italie.

étant donné que le budget a été élaboré sur la base d'un prix de 100 dollars, niveau largement supérieur à son évolution probable.

De leur côté, les conditions monétaires laissent entrevoir une atténuation des pressions sur les prix pour l'ensemble de l'année 2009. La masse monétaire (M3) devrait, en effet, connaître un ralentissement passant de 12,5% en 2008 à 10,5% en 2009 et à 10,2% en 2010.

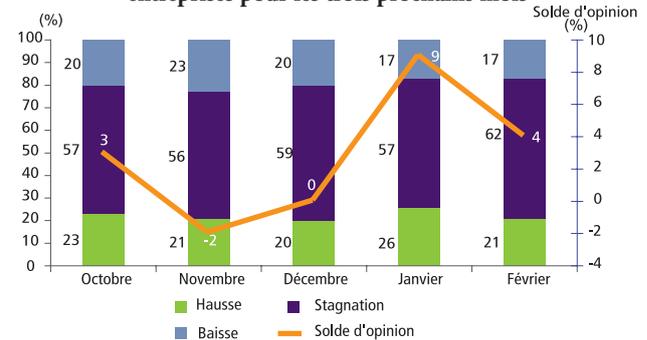
Le scénario central retenu pour le présent exercice de prévision se base sur un taux de croissance du PIB autour de 5%. Sur cette base, l'output gap du PIB global se situerait en 2009 à un niveau inférieur à celui de 2008, tout en demeurant positif. Le PIB agricole devrait augmenter de 9,8% en 2009, sous l'hypothèse d'une production céréalière de 68 millions de quintaux. L'output gap agricole resterait dans ces conditions positif sur les six trimestres de l'horizon de prévision. La performance des secteurs non agricoles se poursuivrait à un rythme inférieur à la tendance des années passées, principalement en raison de l'environnement international qui devrait affecter négativement l'output gap non agricole au cours des prochains trimestres. Ce dernier afficherait, en effet, une valeur négative en 2009, avant d'enregistrer un redressement en 2010. Dans ces conditions, les pressions de la demande émanant aussi bien du marché des biens et services que du marché du travail sur l'inflation, demeurent peu significatives pour les prochains trimestres.

S'agissant des facteurs de coûts internes, le scénario central intègre l'augmentation de 5% programmée pour le mois de juillet 2009. Par ailleurs, il est escompté que le prix à la pompe du gasoil demeure à 7,22 DH/litre sur l'horizon de prévision, dans la mesure où les prix mondiaux ne devraient pas augmenter et que le nouveau gasoil 50 PPM, qui est appelé à le remplacer, est un substitut parfait.

Sur la base des résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture de BAM de février, la proportion de chefs d'entreprises tablant sur une stagnation de l'inflation au cours des trois prochains mois a

augmenté par rapport à celle observée en janvier dernier¹. En revanche, le pourcentage de ceux qui anticipent une hausse de l'inflation s'est inscrit en baisse.

Graphique 6.2 : 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. La prévision d'inflation pour l'année 2009 fait ressortir un taux d'inflation de l'ordre de 2,6%. Sur l'horizon de prévision, l'inflation devrait s'établir à 2,6% en moyenne. En comparaison avec celle présentée dans le dernier RPM, la prévision d'inflation pour l'année 2009 a été revue à la baisse passant ainsi de 2,9% à 2,6% dans un contexte de baisse rapide et substantielle de l'activité au niveau mondial, conjuguée à un reflux des prix des matières premières et de l'inflation des principaux partenaires de notre pays.

Tableau 6.1 : Prévision de l'inflation pour 2009 T1 - 2010 T2

Glissement annuel

	2009			2010		Moyenne			
	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	2008	2009	HP*
Prévision centrale (%)	3,4	2,2	2,5	2,3	2,5	2,6	3,9	2,6	2,6

* (HP) Horizon de prévision

Source : HCP, prévisions BAM

¹ Cette question de l'enquête permet de recueillir les appréciations des chefs d'entreprises quant à l'évolution de l'inflation durant les trois prochains mois. Les réponses à cette question ne sont pas pondérées car elles portent sur la perception du responsable de l'entreprise indépendamment de son activité.

Pour les trois derniers trimestres de l'année en cours, nous anticipons un taux d'inflation autour de 2,5%, en nette décélération par rapport à celui du premier trimestre. Par la suite, le niveau d'inflation moyen devrait se stabiliser aux alentours de ce rythme sur les deux trimestres restants de l'horizon de prévision.

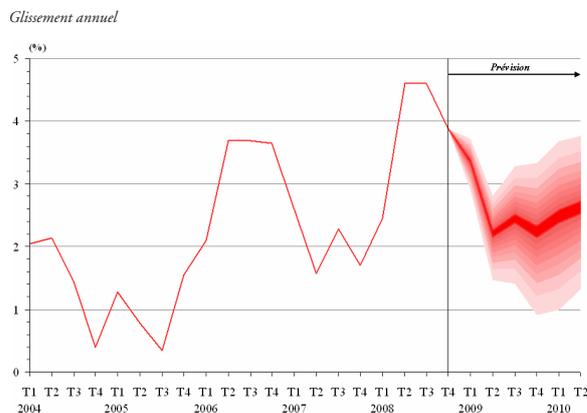
Par rapport aux prévisions élaborées dans le cadre du Rapport sur la politique monétaire de décembre 2008, les prévisions d'inflation pour tous les trimestres de l'horizon de prévision ont été revues à la baisse : de 3,5% à 3,4% pour le premier trimestre de 2009, de 2,8% à 2,2% pour le deuxième, de 2,7% à 2,5% pour le troisième et de 2,6% à 2,3% pour le quatrième trimestre, ainsi que de 2,7% à 2,5% pour le premier trimestre de 2010.

Ces prévisions sont entourées de plusieurs sources d'incertitudes, provenant aussi bien des hypothèses retenues que des modèles utilisés, qui peuvent biaiser ces projections. L'analyse de cette 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'incertitude qui entourent la prévision centrale.

Le fan chart de cet exercice indique une orientation à la baisse des risques sur l'inflation, notamment du fait de la forte contraction de la demande extérieure. Les risques entourant la prévision centrale de l'inflation pour les prochains trimestres ont été revus à la baisse. Au-delà de l'année 2009, la volatilité des prix des matières premières constitue toutefois une source d'incertitude. 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. Ces dernières pourraient davantage s'atténuer dans le contexte d'une dégradation de l'activité plus importante qu'anticipé. La transmission de la baisse des cours mondiaux aux prix domestiques commence à s'opérer comme il ressort de l'évolution et des perspectives des prix à l'importation, des prix à la production industrielle et des prix des

biens échangeables. En outre, l'examen des conditions de l'offre et de la demande globales laisse entrevoir un reflux des tensions sur le marché du travail. L'augmentation programmée de 5% du SMIG en juillet 2009 constitue, cependant, un facteur d'incertitude quant à cette évolution. La matérialisation de l'un de ces risques pourrait conduire à une hausse de l'inflation par rapport à la prévision centrale retenue, avec une valeur comprise (avec une probabilité de 90%) dans la fourchette de prévision représentée sur le fan chart.

Graphique 6.3 : Fan chart des prévisions de l'inflation, 2009 T1-2010 T2 (Données trimestrielles)



(*) Ce graphique représente l'intervalle de confiance relatif à la projection d'inflation dérivée à partir du scénario de base (rouge foncé) ; les intervalles de confiance de 0% 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 0%. 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