



◆ RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE ◆

N° 22 / 2012

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 27 mars 2012





Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 27 mars 2012



بنك المغرب
بنك المغرب

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

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

SOMMAIRE

Liste des graphiques, des tableaux et des encadrés	5
Communiqué de presse	9
Aperçu général	11
1. Orientation de l'offre et de la demande globale	13
1.1 Production	13
1.2 Consommation	17
1.3 Investissement	18
1.4 Commerce extérieur	19
2. Pressions sur les capacités de production et marché du travail	22
2.1 Tensions sur les capacités de production	22
2.2 Tensions sur le marché du travail	23
3. Environnement international et prix à l'importation	26
3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde	26
3.2 Prix des matières premières et de l'inflation	32
3.3 Indice des valeurs unitaires à l'importation du Maroc	34
4. Conditions monétaires et prix des actifs	36
4.1 Conditions monétaires	36
4.2 Prix des actifs	43
5. Evolution récente de l'inflation	46
5.1 Evolution de l'inflation	46
5.2 Biens échangeables et biens non échangeables	47
5.3 Biens et services	49
5.4 Indice des prix à la production industrielle	49
5.5 Anticipations d'inflation	50
6. Perspectives de l'inflation	52
6.1 Hypothèses du Scénario de base	52
6.2 Prévision d'inflation et balance des risques	54

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Projections de la croissance T4 2011-T4 2012.....	14
Graphique 1.2	: Projections de la croissance non agricole T4 2011-T4 2012.....	14
Graphique 1.3	: Evolution trimestrielle du Produit Intérieur Brut, de la valeur ajoutée agricole et non agricole	14
Graphique 1.4	: Évolution trimestrielle du produit intérieur brut non agricole nationale et du PIB des pays partenaires.....	15
Graphique 1.5	: Contributions en points de pourcentage des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance globale	15
Graphique 1.6	: Evolution en glissement annuel des valeurs ajoutées.....	15
Graphique E 1.1.1	: Cumul décadaire des précipitations.....	16
Graphique E 1.1.2	: Nombre de jour des précipitations.....	16
Graphique E 1.1.3	: Déficit pluviométrique de la campagne agricole 2011-2012 par station météorologique.....	16
Graphique E 1.1.4	: Evolution et prévisions de la production céréalière au 10 mars 2012.....	16
Graphique 1.7	: Evolution, en glissement annuel, de la valeur ajoutée du BTP, des ventes cumulées de ciment et des crédits immobiliers	17
Graphique 1.8	: Production industrielle passée et prévue.....	17
Graphique 1.9	: Contributions des branches d'activités à la croissance globale	17
Graphique 1.10	: Indicateur composite avancé pondéré des pays partenaires	18
Graphique 1.11	: Évolution trimestrielle en glissement annuel de la consommation finale des ménages, des crédits à la consommation, et des recettes voyages	18
Graphique 1.12	: Évolution trimestrielle en glissement annuel de l'investissement total, de la valeur ajoutée non agricole, et des crédits à l'équipement.....	18
Graphique 1.13	: Évolution du climat général des affaires et des dépenses d'investissement.....	19
Graphique 1.14	: Cumul des exportations	20
Graphique 1.15	: Cumul des importations	20
Graphique 1.16	: Evolution des quantités et du prix du phosphate	20
Graphique 1.17	: Evolution des quantités et des prix du pétrole brut, du gasoil et fuel	21
Graphique 2.1	: Output-gap non agricole	22
Graphique 2.2	: Output-gap non agricole et inflation sous-jacente	22
Graphique 2.3	: Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie.....	23
Graphique 2.4	: Productivité apparente du travail	23
Graphique 2.5	: Evolution des composantes du coût unitaire de production par secteur	23
Graphique 2.6	: Effectif employé selon les secteurs d'activité.....	24
Graphique 2.7	: Augmentation (%) des coûts unitaires de la main-d'oeuvre du secteur manufacturier marocain par rapport à d'autres pays, 2010 T4-2011 T4	24
Graphique 2.8	: Variation de l'indice des salaires moyen dans le secteur privé en termes nominal et réel	25
Graphique 2.9	: SMIG en termes nominal et réel	25
Graphique 3.1	: Evolution du spread OIS-LIBOR.....	26
Graphique 3.2	: Evolution du TED spread.....	26
Graphique 3.3	: Evolution des taux de rendements des obligations d'Etat à 10 ans dans la zone euro et aux Etats-Unis	27
Graphique 3.4	: Evolution des CDS dans les pays périphériques de la zone euro.....	27
Graphique 3.5	: Evolution des CDS dans les pays émergents (Brésil, Russie, Inde, Chine) et au Maroc	27
Graphique 3.6	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées	28
Graphique 3.7	: Evolution de l'indice MSCI EM et du MASI.....	28
Graphique 3.8	: Evolution du VIX.....	28
Graphique 3.9	: Evolution du crédit aux Etats-Unis, dans la zone euro et au Maroc.....	28
Graphique 3.10	: Evolution du PIB dans le monde, dans la zone euro et les pays partenaires	29
Graphique 3.11	: Evolution du PIB dans les pays émergents (Brésil, Russie, Inde, Chine) et au Maroc	29
Graphique 3.12	: Output-gap des principaux pays partenaires	30
Graphique 3.13	: Evolution de l'ISM aux Etats-Unis.....	30
Graphique 3.14	: Evolution du PMI composite et manufacturier dans la zone euro	31

Graphique 3.15	: Evolution du taux de chômage mensuel aux Etats-Unis, dans la zone euro et les pays partenaires	31
Graphique 3.16	: Evolution du taux de variation du chômage pondéré des pays partenaires et du taux de croissance des transferts des MRE	32
Graphique 3.17	: Cours mondial du Brent en dollars	32
Graphique 3.18	: Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie	33
Graphique 3.19	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés	33
Graphique 3.20	: Perspectives d'évolution des indices des prix des matières premières.....	34
Graphique 3.21	: Indice des prix à l'import hors énergie	34
Graphique 3.22	: Indice des prix à l'import des demi-produits.....	34
Graphique 3.23	: Indice des prix à l'import des produits miniers	35
Graphique 3.24	: Evolution de l'indice mondial des prix des matières premières et de l'IPM hors énergie national	35
Graphique 3.25	: Evolution des IPM	35
Graphique 4.1	: Evolution du taux interbancaire	36
Graphique 4.2	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché des valeurs du Trésor	37
Graphique E 4.1.1	: Evolution de la position de liquidité et du TMP en moyenne trimestrielle.....	37
Graphique E 4.1.2	: Position de liquidité et TMP du marché monétaire interbancaire	37
Graphique E 4.1.3	: Variation des réserves obligatoires	38
Graphique E 4.1.4	: Evolution de l'effet des facteurs de liquidité	38
Graphique E 4.1.5	: Interventions de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire	38
Graphique E 4.1.6	: Evolution de la moyenne et de l'écart-type du TMP du marché interbancaire	38
Graphique 4.3	: Evolution des taux débiteurs	39
Graphique 4.4	: Evolution du taux interbancaire et des taux débiteurs	39
Graphique 4.5	: Croissance de M3 et sa tendance	39
Graphique 4.6	: Excédent monétaire	39
Graphique 4.7	: Contributions des principales contreparties à la croissance de la masse monétaire	40
Graphique 4.8	: Evolution des principales composantes de M3	40
Graphique 4.9	: Contributions des secteurs institutionnels à la croissance du total des dépôts	40
Graphique 4.10	: Croissance du crédit et sa tendance	40
Graphique 4.11	: Croissance des principales catégories du crédit	41
Graphique 4.12	: Contribution des différentes catégories à la croissance du crédit	41
Graphique 4.13	: Contribution des secteurs institutionnels à la croissance du crédit	41
Graphique 4.14	: Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets	41
Graphique 4.15	: Evolution trimestrielle de l'encours des créances nettes sur l'administration centrale	42
Graphique 4.16	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme.....	42
Graphique 4.17	: Evolution des agrégats PL1 et PL2.....	42
Graphique 4.18	: Croissance de PL3 et du MASI,	43
Graphique 4.19	: Taux de change du dirham.....	43
Graphique 4.20	: Taux de change effectif nominal et réel	43
Graphique 4.21	: Indice des prix des actifs immobiliers.....	43
Graphique 4.22	: Indice des prix des actifs immobiliers et crédits à l'habitat	44
Graphique 4.23	: Indice des prix des actifs immobiliers et indice boursier du secteur immobilier	44
Graphique 4.24	: Indices boursiers.....	44
Graphique 4.25	: Performance des indices sectoriels, à fin février 2012	45
Graphique 4.26	: Valorisation du marché boursier au Maroc et dans certains pays émergents à fin décembre 2011	45
Graphique 5.1	: Inflation et inflation sous-jacente.....	46
Graphique 5.2	: Contributions des principales composantes à l'inflation, en glissement annuel	46
Graphique 5.3	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables	47
Graphique E 5.1.1	: Evolution de l'inflation et de l'inflation sous-jacente.....	48
Graphique 5.4	: Contribution des échangeables et des non échangeables à l'inflation sous-jacente	48
Graphique 5.5	: Evolution des prix des biens échangeables et non échangeables et ceux des produits alimentaires volatils et produits réglemés	49

Graphique 5.6 : Evolution de l'inflation des biens échangeables et celle des partenaires commerciaux.....	49
Graphique 5.7 : Contributions des prix des biens et services à l'inflation	49
Graphique 5.8 : Evolution des indices des prix à la production industrielle, en glissement annuel	50
Graphique 5.9 : Contributions des principales rubriques à l'indice des prix à la production manufacturière	50
Graphique 5.10 : Evolution des prix à la production de l'industrie alimentaire au Maroc et sur les marchés internationaux.....	50
Graphique 5.11 : Evolution des prix des produits industriels pour les trois prochains mois	51
Graphique 5.12 : Anticipations de l'inflation selon les chefs des entreprises pour les prochains mois.....	51
Graphique 6.1 : Projections de l'inflation 2012 T1 - 2013 T2	55

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1 : Evolution du PIB trimestriel aux prix chaînés	13
Tableau 1.2 : Évolution de la balance commerciale au terme du mois de février 2012.....	19
Tableau 2.1 : Indicateurs trimestriels d'activités et de chômage par milieu de résidence	24
Tableau 3.1 : Evolution de la croissance trimestrielle, en glissement annuel	29
Tableau 3.2 : Perspectives de la croissance dans le monde.....	30
Tableau 3.3 : Evolution du taux de chômage aux Etats-Unis, dans la zone euro et dans les pays partenaires	31
Tableau 3.4 : Futures du prix du pétrole	32
Tableau 3.5 : Futures des prix du blé du maïs et du sucre.....	33
Tableau 3.6 : Evolution récente de l'inflation dans le monde,	34
Tableau 3.7 : Evolution de l'IPM	35
Tableau 4.1 : Evolution des taux de rendement des bons du Trésor sur le marché primaire	36
Tableau 4.2 : Taux créditeurs.....	37
Tableau 4.3 : Valorisation du marché des actions.....	44
Tableau 5.1 : Inflation et ses composantes	47
Tableau 5.2 : Prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur	47
Tableau 5.3 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX	48
Tableau 5.4 : Contribution des prix des biens échangeables et non échangeables à l'inflation globale	49
Tableau 5.5 : Indices des prix des biens et services.....	50
Tableau 6.1 : Prévision de l'inflation pour 2012 T1 –2013 T2.....	55

LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 1.1 : Prévision de la production céréalière sur la base des données disponibles, arrêtées au 10 mars 2012.....	16
Encadré 4.1 : Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire	37
Encadré 5.1 : Evolution de l'inflation en 2011.....	48

بنك المغرب
بنك المغرب

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 27 mars 2012

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu sa réunion trimestrielle le mardi 27 mars 2012.
2. Le Conseil a examiné l'évolution récente de la situation économique, monétaire et financière, ainsi que les prévisions d'inflation à l'horizon du deuxième trimestre 2013.
3. Le Conseil a noté que l'évolution de l'inflation est restée modérée, en ligne avec l'appréciation faite lors de sa réunion de décembre dernier. Après 0,4% en moyenne au quatrième trimestre 2011, l'inflation en glissement annuel s'est située à 0,9% en janvier pour revenir à 0,4% en février. Parallèlement, l'inflation sous-jacente, qui reflète la tendance fondamentale des prix, s'est établie à 1,4% en février, après 1,6% en janvier et 1,7% en décembre. Dans le même temps, le rythme de progression des prix à la production industrielle a significativement décéléré, revenant de 13,4% en décembre à 7,8% en janvier, en liaison avec le recul du rythme de renchérissement des matières premières sur le marché international.
4. Sur le plan international, les perspectives de croissance de l'activité économique pour 2012 ont de nouveau été abaissées pour tous les groupes de pays, avec une ampleur plus marquée pour ceux de la zone euro, pour lesquels l'incertitude sur la soutenabilité des dettes souveraines persiste et les risques de récession se sont intensifiés. En parallèle, une relative atténuation des tensions a été observée au niveau des conditions financières, les marchés monétaires et obligataires, aussi bien aux Etats Unis que dans la zone euro, ayant connu une baisse des rendements des titres souverains, ainsi qu'une modération des taux et spreads interbancaires. Globalement, ces évolutions laissent entrevoir une poursuite du reflux des tensions inflationnistes d'origine externe au cours des prochains trimestres, ainsi qu'une baisse plus accentuée de la demande étrangère adressée au Maroc.
5. Au niveau national, l'estimation de la croissance sur la base des données disponibles, aussi bien pour le PIB global que pour celui non agricole, a été maintenue entre 4% et 5% pour l'année 2011, tandis que la prévision pour 2012 a été revue à la baisse. La matérialisation des risques qui pèsent sur la performance du secteur agricole, ainsi que l'affaiblissement anticipé de l'activité dans les pays partenaires, devraient en effet ramener la croissance à moins de 3% pour le PIB global et entre 3% et 4% pour sa composante non agricole. Dans ces conditions, l'output gap non agricole, plus pertinent pour l'évaluation des tensions inflationnistes, devrait globalement se maintenir à des niveaux ne représentant pas de risques pour la stabilité des prix au cours des prochains trimestres.
6. L'analyse des évolutions monétaires fait ressortir une stabilité du rythme de progression annuel de M3 à 5,7% entre le quatrième trimestre 2011 et le mois de janvier 2012. L'écart monétaire s'est en conséquence maintenu à un niveau négatif, laissant indiquer l'absence de pressions d'origine monétaire sur les prix. Pour sa part, le rythme de progression du crédit bancaire a enregistré une augmentation ponctuelle notamment des facilités de trésorerie,

passant de 8,1% au dernier trimestre 2011 à 10,6% en janvier 2012, avant de revenir en février autour de 8% selon les chiffres préliminaires.

7. Sur la base de l'ensemble de ces éléments, la prévision centrale de l'inflation ressort en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. L'inflation devrait s'établir à environ 1,9% au terme de l'horizon de prévision, soit le deuxième trimestre 2013, et devrait se situer autour de 1,7% pour 2012. Pour sa part, l'inflation sous-jacente devrait rester modérée, ne dépassant pas 2% au terme de l'horizon de prévision.
8. Dans ce contexte caractérisé par un repli sensible de l'activité économique et d'une prévision centrale de l'inflation durablement en ligne avec l'objectif de stabilité des prix ainsi qu'une balance des risques orientée à la baisse, le Conseil a décidé de ramener le taux directeur de 3,25% à 3%, tout en continuant de suivre de près l'ensemble de ces éléments.
9. Le Conseil a, par ailleurs analysé et approuvé les comptes de la Banque et le rapport de gestion, ainsi que l'affectation du résultat au titre de l'exercice 2011.
10. Le Conseil, après avoir pris note du rapport du Comité d'audit, a également examiné et approuvé le programme d'audit interne pour l'année 2012.

APERÇU GÉNÉRAL

En ligne avec les analyses et les prévisions publiées dans le cadre du Rapport sur la Politique Monétaire de décembre 2011, l'inflation est restée modérée, s'établissant à 0,4% en glissement annuel au quatrième trimestre, après 1,6% au troisième trimestre. Entre décembre 2011 et janvier 2012, elle est restée stable à 0,9%, soit le même rythme observé en moyenne sur l'ensemble de l'année 2011. Cette évolution recouvre une baisse des prix des produits alimentaires volatils et une quasi stabilité de l'inflation sous-jacente à 1,6% en janvier, reflétant un ralentissement du rythme de progression des prix des échangeables de 3% à 2,6%, l'inflation des produits non échangeables s'étant maintenue à un rythme limité à 0,5% en janvier, après 0,2% un mois auparavant.

Sur le plan international, les perspectives de croissance à court terme se sont de nouveau dégradées, les mises à jour les plus récentes ayant indiqué des révisions plus marquées à la baisse pour l'année 2012, tant au niveau des pays avancés que ceux émergents et en développement. Les résultats des comptes nationaux du quatrième trimestre 2011 ont fait ressortir un net ralentissement dans la zone euro, notamment chez les pays partenaires, et ce, en liaison avec l'aggravation de la crise de la dette souveraine et le resserrement des conditions de crédit. Pour leur part, les données disponibles à fin février 2012 indiquent des évolutions relativement plus favorables, comparativement à fin 2011, avec une amélioration plus marquée aux Etats-Unis, notamment au niveau des données de l'emploi. En effet, les indicateurs à haute fréquence relatifs à la sphère réelle ont globalement augmenté début 2012, témoignant d'un certain redressement qui reste toutefois fragile et entouré de risques liés principalement aux déséquilibres budgétaires, à l'atonie des marchés de l'emploi et du crédit, ainsi qu'au renchérissement des matières premières. Une relative atténuation des tensions a également été observée au plan financier, les marchés monétaires et obligataires des économies avancées ayant connu un recul des rendements des titres souverains, ainsi qu'une modération des taux et spreads interbancaires. Sur les marchés boursiers, les indices ont enregistré une hausse quasi généralisée à l'ensemble des pays avancés et émergents, tandis que sur les marchés des changes, l'euro a marqué une appréciation par rapport à la plupart des devises.

Au niveau national, l'estimation de la croissance, aussi bien pour le PIB global que pour celui non agricole a été maintenue entre 4% et 5% pour l'ensemble de l'année 2011, tandis que la prévision pour 2012 a été revue à la baisse par rapport au dernier RPM. La matérialisation des risques entourant la performance du secteur agricole, ainsi que l'affaiblissement anticipé de l'activité dans les pays partenaires, devraient ramener la croissance à moins de 3% pour le PIB global et entre 3% et 4% pour sa composante non agricole, maintenant ainsi l'output gap non agricole à des niveaux proches de zéro. En effet, les prévisions de la campagne céréalière, mises à jour sur la base des données arrêtées au 10 mars, font ressortir une récolte d'environ 40 millions de quintaux.

S'agissant du commerce extérieur, les indicateurs des échanges extérieurs relatifs au mois de février 2012 font ressortir un accroissement annuel de 4,6% des exportations, avec une progression de 5,1% des exportations hors phosphates et dérivés, en net ralentissement par rapport au rythme de 17,8% enregistré en 2011. Parallèlement, les importations ont augmenté de 16% globalement et de 28,5% pour celles des produits énergétiques, se traduisant ainsi par un nouveau creusement du déficit commercial à 32,8 milliards de dirhams, au lieu de 25,7

milliards un an auparavant. En dépit du ralentissement de l'activité observé dans les principaux pays partenaires, les recettes de voyages ont progressé de 3,6%, au lieu d'une hausse de 16,3% en 2010, alors que celles des transferts des MRE ont augmenté de 7,7%, contre 9,8% une année auparavant.

Pour ce qui est des conditions monétaires, les données à fin février 2012 indiquent le maintien du rythme de progression annuel de M3 au même niveau qu'au quatrième trimestre 2011, soit 5,7%. Parallèlement, la croissance du crédit est passée de 8,1% à 10,6%, reflétant l'impact marqué des crédits de trésorerie, ainsi que l'effet de base lié à la diminution observée une année auparavant. En conséquence, l'écart monétaire est demeuré à des niveaux négatifs. Concernant les taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques relatifs au quatrième trimestre 2011, montrent une augmentation de 34 points de base du taux moyen pondéré du crédit à 6,65%, imputable à la hausse des taux appliqués à l'ensemble des catégories de prêt, en particulier ceux assortissant les facilités de trésorerie. S'agissant de l'indice des prix des actifs immobiliers, il s'est accru de 2,9% au quatrième trimestre 2011 en glissement annuel, après 1,1% un trimestre auparavant.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments, l'inflation à l'horizon des six prochains trimestres devrait globalement rester en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. Au terme de l'horizon de prévision, soit le deuxième trimestre 2013, l'inflation devrait se situer à 1,9%, alors qu'en moyenne, sur le même horizon, elle s'établirait à 1,8%. Pour sa part, l'inflation sous-jacente devrait rester modérée, ne dépassant pas 2% au terme de l'horizon de prévision.

Comparativement à l'exercice précédent (RPM décembre 2011), la prévision pour 2012 est légèrement revue à la hausse, ressortant à 1,7% au lieu de 1,5%. La balance des risques entourant la prévision centrale est orientée à la baisse dans un contexte de ralentissement de l'activité économique mondiale, et sous l'hypothèse d'un maintien du prix du gasoil à la pompe à son niveau actuel.

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

La croissance du PIB global se serait établie à 4,6% au quatrième trimestre 2011, soit un rythme similaire à celui enregistré au troisième trimestre, reflétant une croissance non agricole de près de 4,7% et une progression de la valeur ajoutée agricole de 3,9%, après 4,1% un trimestre auparavant. Dans un contexte international caractérisé par le ralentissement de l'activité dans les principaux pays partenaires du Maroc, le quatrième trimestre aurait ainsi été marqué par une faible progression de la demande extérieure, qui s'est traduite par une décélération des activités les plus orientées vers l'exportation. En revanche, la vigueur de la demande intérieure aura soutenu la croissance dans les autres secteurs, en particulier le BTP et les postes et télécommunications. Globalement, les évolutions les plus récentes ressortent en ligne avec les prévisions de la croissance présentées dans la cadre du dernier Rapport sur la politique monétaire. Sur l'ensemble de l'année 2011, le PIB global et non agricole auraient ainsi progressé à un rythme entre 4% et 5%. Pour 2012, la prévision de la croissance, présentée dans le dernier Rapport sur la politique monétaire, a été revue à la baisse. La matérialisation des risques entourant la performance du secteur agricole, ainsi que l'affaiblissement anticipé de l'activité dans les pays partenaires, devraient ramener la croissance à moins de 3% pour le PIB global et entre 3% et 4% pour sa composante non agricole. Cette décélération, dont l'ampleur pourrait être plus importante en fonction de l'évolution de la campagne agricole, serait observée à partir du premier trimestre 2012, la croissance devant s'établir à 3,9% pour le PIB non agricole et autour de 3% pour le PIB global.

1.1 Production

Au quatrième trimestre 2011, la croissance nationale se serait établie à 4,6%, soit un rythme similaire à celui enregistré au troisième trimestre, reflétant une hausse de 3,9% de la valeur ajoutée agricole et un taux de progression de la valeur ajoutée non-agricole de 4,7%. Cette dernière a été tirée essentiellement par le dynamisme du BTP et l'évolution globalement positive des branches tertiaires, à l'exception de celle de « hôtels et restaurants ».

S'agissant des indicateurs les plus récents, ceux relatifs au secteur primaire laissent indiquer une matérialisation des risques entourant la campagne agricole 2011-2012. Le cumul pluviométrique s'est en effet inscrit, au 10 mars 2012, en baisse de près de la moitié par rapport à la campagne précédente, situation quasi-généralisée à l'ensemble des régions. De même, selon les observations du Centre Royal de Télédétection Spatial à fin février, l'état du couvert végétal ressort en détérioration par rapport à la même date une année auparavant. Dans ces conditions, les prévisions de Bank Al-Maghrib tablent sur une production céréalière d'environ 40 millions de quintaux (Encadré 1.1).

Au niveau du secteur secondaire, la valeur ajoutée aurait progressé, au quatrième

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

Branches d'activités en %	2009		2010			2011			2012	
	TIV	TI	TH	TIII	TIV	TI	TH	TIII	TIV _E	TI _P
Agriculture	32,3	0,6	-3,4	0,0	-3,6	3,7	4,6	4,1	3,9	-2,3
VA non agricole	5,5	6,0	4,4	4,3	2,3	4,8	4,2	4,7	4,7	3,9
Industrie extractive	14,0	74,7	51,3	23,3	18,8	13,7	2,3	-1,8	-2,8	-3,2
Industrie de transformation	3,9	1,8	1,7	3,2	4,5	2,7	2,3	1,9	1,6	1,5
Electricité et eau	7,6	5,1	8,7	9,3	5,6	2,3	6,2	4,9	6,6	5,6
Bâtiment et travaux publics	7,1	5,9	3,7	1,4	-0,3	2,5	3,0	7,1	7,5	6,1
Commerce	4,3	2,8	-0,5	3,6	-7,0	3,8	4,1	4,7	4,0	2,1
Hôtels et restaurants	2,9	8,8	8,0	8,7	6,8	7,5	-3,7	-2,6	-2,8	-3,1
Transports	5,5	11,7	6,7	6,2	4,4	5,5	4,3	3,7	3,3	2,7
Postes et télécommunications	1,1	2,1	2,6	3,4	9,6	7,7	10,5	19,0	16,2	12,9
Administration publique générale et sécurité sociale	8,8	4,4	3,2	2,3	1,7	6,2	7,4	8,1	7,6	6,6
Autres services*	3,8	5,0	4,1	4,2	2,7	4,8	4,8	4,9	4,8	4,8
Impôts sur les produits nets des subventions	5,1	6,8	6,6	6,5	7,0	7,9	3,6	6,6	4,7	4,0
PIB hors agriculture	5,5	6,1	4,7	4,6	2,9	5,2	4,1	4,9	4,7	3,9
Produit intérieur brut	8,9	5,4	3,6	3,9	2,0	5,0	4,2	4,8	4,6	3,0

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

Sources : HCP, estimations et prévisions de BAM

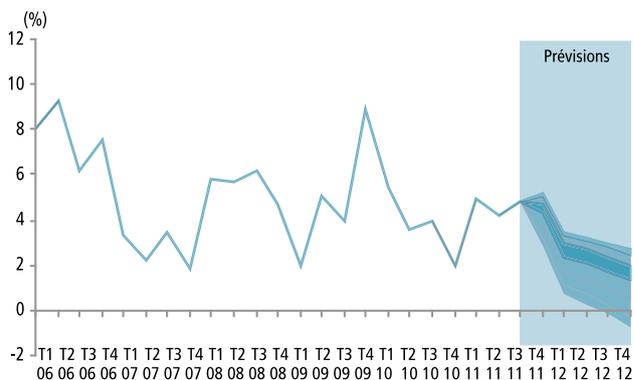
trimestre, au même rythme que celui observé depuis le début de l'année, contribuant ainsi à hauteur de 0,7 point de pourcentage à la croissance globale. Cette dynamique devrait connaître un certain essoufflement à partir du premier trimestre 2012 et ce, en raison de l'impact négatif anticipé, sur les branches orientées vers l'exportation, de la dégradation de la conjoncture internationale.

Par branche, le repli des activités extractives, entamé au troisième trimestre 2011, se serait poursuivi au cours du quatrième trimestre et au début de l'année 2012. En effet, la production marchande de l'OCP, principal opérateur de la branche, a enregistré une décélération d'une année à l'autre, ramenant son rythme de hausse de 14,3% au quatrième trimestre 2010 à 4,3% au quatrième trimestre 2011.

La valeur ajoutée de l'industrie de transformation, qui représente plus que 50% de celle du secteur secondaire, devrait ralentir pour le quatrième trimestre consécutif, reflétant l'affaiblissement de la demande extérieure. Ainsi, sa croissance serait limitée à 1,6% et 1,5% respectivement au quatrième trimestre 2011 et au premier trimestre 2012, après 1,9% au troisième trimestre 2010. Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib du mois de janvier 2012 corroborent ces évolutions, indiquant une baisse de la production industrielle, une stagnation du niveau des commandes reçues par les entreprises, alors que celui des stocks de produits finis est estimé supérieur à la normale. Le caractère globalement favorable des perspectives à très court terme, tel que perçues par les professionnels, tient essentiellement à l'amélioration attendue au niveau local.

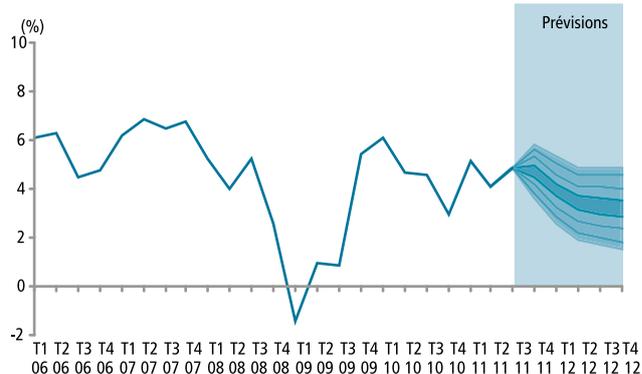
Concernant la branche « électricité et eau », elle aurait maintenu une croissance soutenue, estimée à 6,6% au quatrième trimestre après 4,9% un trimestre auparavant. La production nette de l'Office national de l'électricité s'est en effet accrue de 12,4% contre 6% un trimestre auparavant, réduisant ainsi les importations de 3,7%. Les ventes, pour leur part, ont augmenté de 6,9% au quatrième trimestre 2011, en glissement annuel, reflétant une progression de 5,9% des ventes destinées aux industriels et de

Graphique 1.1 : Projections de la croissance T4 2011-T4 2012*



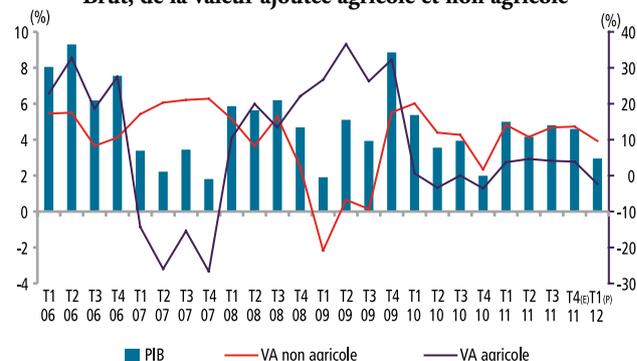
(*) Éventails en fonction de l'écart type
Sources : HCP, estimations et prévisions de BAM

Graphique 1.2 : Projections de la croissance non agricole T4 2011-T4 2012*



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

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



Sources : HCP et prévisions de BAM

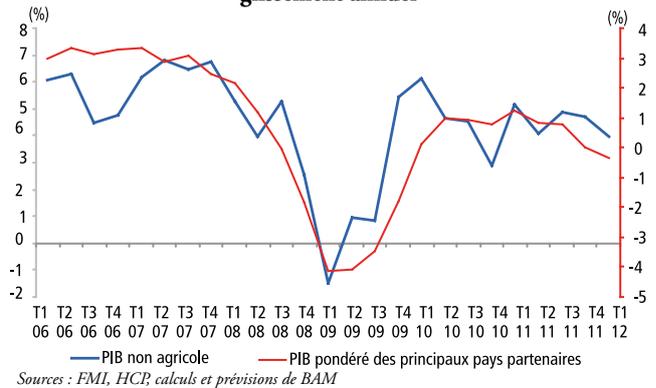
10,4% de celles aux ménages. Cette dynamique devrait se poursuivre au premier trimestre 2012, avec une croissance prévue à 5,6%.

Dans la branche du bâtiment et travaux publics, après une croissance de 7,1% au troisième trimestre 2011, les indicateurs à haute fréquence laissent entrevoir une nouvelle hausse de l'activité au quatrième trimestre, de l'ordre de 7,5%. Les ventes de ciment, chiffrées à près de 4,1 millions de tonnes, ont connu en effet une forte augmentation de 17% au quatrième trimestre 2011 après 12,1% au troisième trimestre. En outre, les crédits immobiliers se sont accrus de 10,6% au quatrième trimestre. La vigueur de l'activité dans le secteur devrait être maintenue au cours de l'année 2012, avec une croissance prévue à 6,1% au premier trimestre, en liaison avec la hausse de la demande, l'accélération du rythme de construction du logement social et économique, ainsi que la poursuite de la mise en œuvre de plusieurs projets d'infrastructures de grande envergure.

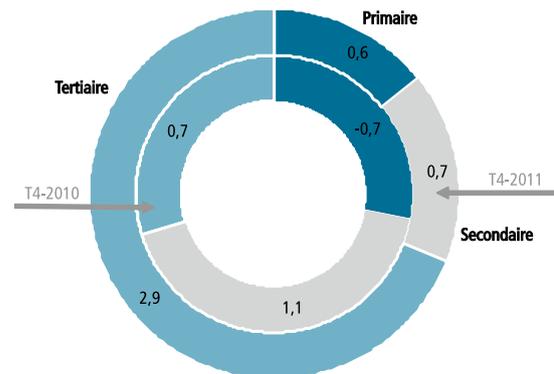
S'agissant de la croissance du secteur tertiaire, elle se serait établie à 6% au quatrième trimestre, en léger recul par rapport au trimestre précédent et ce, en dépit de l'expansion de la branche de postes et télécommunications. Outre le ralentissement de l'activité dans les branches du commerce et du transport (Tableau 1.1), cette décélération est imputable à la contraction de la branche « hôtels et restaurants » à un rythme estimé à 2,8%. Cette évolution défavorable est corroborée par celle des indicateurs les plus récents de l'activité touristique, les entrées de touristes n'ayant progressé, à fin décembre, que de 0,6% et les recettes voyages de 3,7%, contre 11,4% et 7,1% un an auparavant. De même, les nuitées recensées au niveau des établissements d'hébergement touristiques classés ont connu une régression de 6,4%, ramenant ainsi le taux d'occupation de 43% à 40%. Les perspectives à très court terme de la branche demeurent globalement défavorables, sa valeur ajoutée au premier trimestre devant de nouveau diminuer, à un rythme prévu à 3,1%.

Sur la base de ces éléments, les estimations de la croissance pour 2011 présentées dans le cadre du Rapport sur la politique monétaire de décembre 2011 ont été maintenues, avec

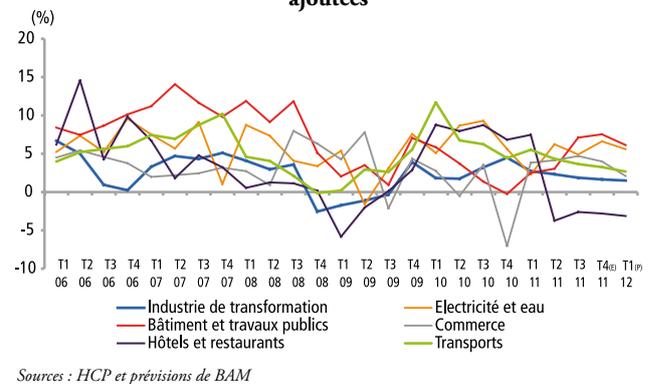
Graphique 1.4 : Évolution trimestrielle du produit intérieur brut non agricole nationale et du PIB des pays partenaires, en glissement annuel



Graphique 1.5 : Contributions en points de pourcentage des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance globale



Graphique 1.6 : Evolution en glissement annuel des valeurs ajoutées



Encadré 1.1 : Prédiction de la production céréalière sur la base des données disponibles, arrêtées au 10 mars 2012

Le démarrage de la campagne agricole 2011-2012 s'est caractérisé par des précipitations importantes durant la période allant de fin octobre à fin novembre, ce qui a favorisé les travaux d'installation des céréales d'automne. Cette période a été suivie par une phase de très faible apport pluviométrique et une baisse des températures qui a duré jusqu'à la seconde décade de janvier. Le retour des précipitations en janvier a été limité dans la durée et l'importance. Ainsi, le cumul pluviométrique au 10 mars s'est établi à 163 mm, en baisse de 50% par rapport à la campagne précédente et de 54% par rapport à une campagne moyenne. Cette situation déficitaire est quasi généralisée à l'ensemble du territoire.

Il est à relever également que les trois dernières décades, constituant une période importante pour la campagne agricole, ont été marquées par une absence quasi-totale des pluies.

Ces conditions climatiques se sont traduites, selon les observations du Centre Royal de Télédétection Spatiale à fin février 2012, par une dégradation du couvert végétal dans les régions au sud d'Essaouira et une stagnation dans la majorité des autres zones.

Sur la base des données climatiques arrêtées au 10 mars 2012, une estimation de la production céréalière pour la campagne 2011-2012 a été établie à travers le cadre de prévision de Bank Al-Maghrib qui intègre trois outils : le modèle économétrique, la méthode de campagnes similaires et la méthode basée sur l'indicateur pluviométrique.

La prévision moyenne des trois méthodes a été revue à la baisse à 41 millions de quintaux après celles de 53, 61 et 63 millions de quintaux, établies sur la base des données climatiques arrêtées respectivement à fin décembre 2011, au 20 janvier 2012 et au 20 février 2012, soit une baisse de 51% par rapport à la campagne précédente et de 39% par rapport à la moyenne des cinq dernières campagnes.

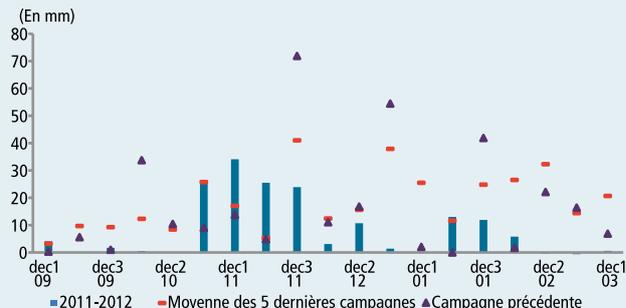
Cette dégradation des performances de l'actuelle campagne agricole peut être accentuée davantage si les conditions climatiques ne s'améliorent pas au cours des prochaines semaines, l'intégration des données décadaires à fin mars pouvant, dans ce cas, donner lieu à une nouvelle révision à la baisse d'une ampleur importante.

Par méthode, le modèle économétrique prévoit une production de 33 millions de quintaux, englobant 20 millions de quintaux de blé tendre, 6,3 millions de blé dur et 6,5 millions d'orge, soient des baisses respectives de 52%, de 66% et de 72% par rapport à la campagne précédente.

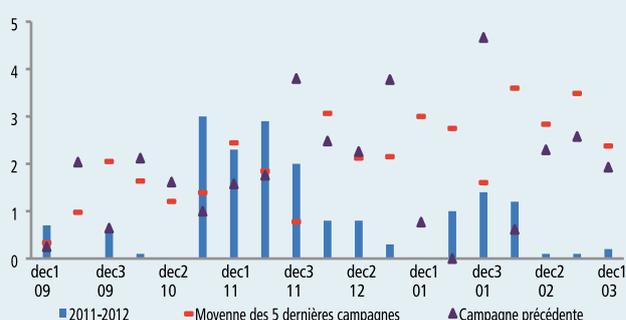
La méthode de campagne similaire, basée sur la comparaison des conditions climatiques historiques par station, donne 52 millions de quintaux, répartie en 23 millions de quintaux de blé tendre, 11 millions de blé dur et 17 millions d'orge.

Pour sa part, la méthode basée sur l'indicateur pluviométrique fournit une prévision de la production céréalière au niveau national de l'ordre de 38 millions de quintaux.

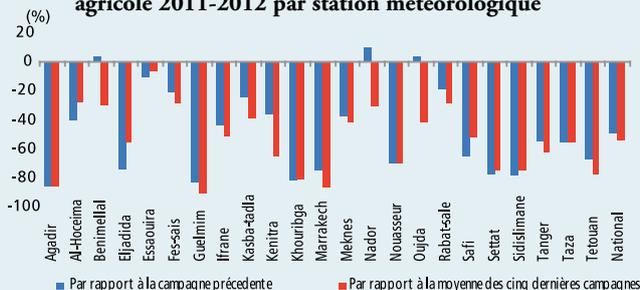
Graphique E 1.1.1 : Cumul décadaire des précipitations



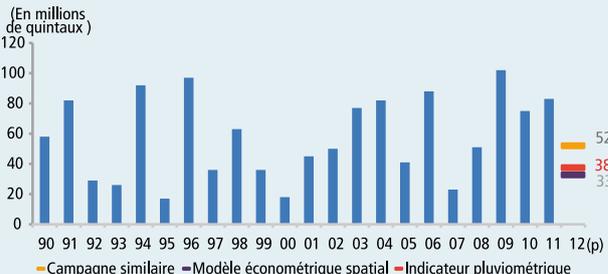
Graphique E 1.1.2 : Nombre de jour des précipitations



Graphique E 1.1.3 : Déficit pluviométrique de la campagne agricole 2011-2012 par station météorologique



Graphique E 1.1.4 : Evolution et prévisions de la production céréalière au 10 mars 2012



Sources : Ministère de l'agriculture, du développement rural et des Pêches Maritimes, Direction de la météorologie nationale, Centre royal de télédétection spatiale et calculs et prévisions de BAM

une progression du PIB global et de celui non agricole entre 4% et 5%. Pour l'année 2012, la prévision de la croissance a été revue à la baisse, s'établissant désormais à moins de 3% au lieu d'un intervalle entre 4% et 5% prévu dans le cadre du Rapport sur la politique monétaire de décembre 2011, recouvrant une progression de la valeur ajoutée non agricole comprise dans une fourchette entre 3% et 4% et une baisse de celle agricole. Ces évolutions prévisibles demeurent tributaires du degré de matérialisation des risques liés à l'ampleur de la contraction de la production agricole et à la dégradation de la demande étrangère adressée au Maroc.

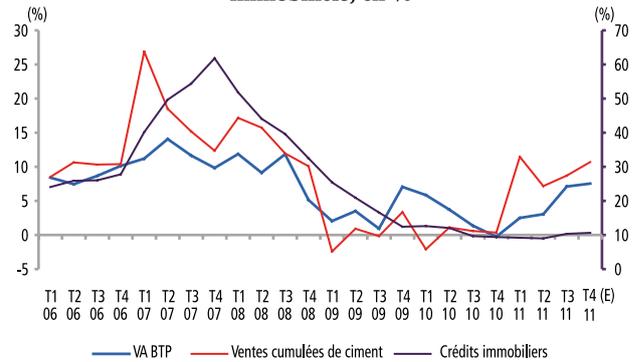
1.2 Consommation

La consommation finale nationale s'est inscrite en hausse de 6,8% au troisième trimestre 2011, après 5,3% en moyenne au premier semestre, reflétant l'accélération de la croissance tant de la consommation finale des ménages de 5,9% à 7,3%, que de celle des administrations publiques de 3,3% à 5,2%.

Au quatrième trimestre, la consommation des ménages aurait continué d'être soutenue par des évolutions favorables, notamment une inflation modérée à 0,4% et une croissance de l'indice de salaire moyen réel de 3,6%, un rythme en accélération par rapport à celui de 1,7% observé en moyenne au cours des trois premiers trimestres. En outre, l'indice de confiance des ménages, publié par le HCP, bien qu'en recul de 2 points de pourcentage par rapport au troisième trimestre 2011, a marqué une hausse de 9,7 points d'une année à l'autre.

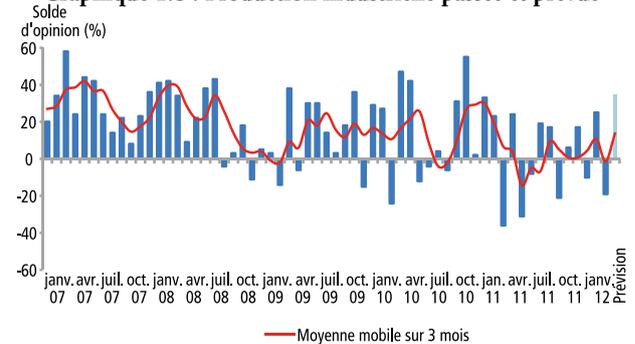
Les indicateurs à haute fréquence confirment cette évolution, les importations des produits finis de consommation et celle d'alimentation, boissons et tabacs, ayant augmenté de 9,2% et 14,5% respectivement au quatrième trimestre 2011, en glissement annuel. De même, les transferts des MRE ont progressé de 8,2% au quatrième trimestre et les crédits à la consommation de 11,2%. En revanche, les recettes de voyage ont marqué un recul de 0,9% au quatrième trimestre 2011 contre une hausse de 8,1% au cours de la même période une année auparavant.

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



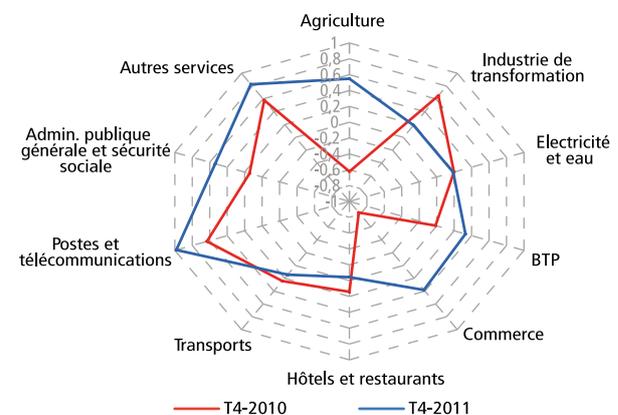
Sources : APC, BAM et prévisions de BAM

Graphique 1.8 : Production industrielle passée et prévue



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

Graphique 1.9 : Contributions des branches d'activités à la croissance globale



Sources : HCP, calculs et prévisions BAM

En termes d'emploi, 189.000 postes rémunérés au niveau national ont été créés au quatrième trimestre 2011 par rapport à la même période de l'année précédente. Toutefois, les incertitudes liées au marché du travail demeurent importantes, avec notamment un niveau élevé de chômage chez les jeunes et les diplômés et une concentration des emplois créés dans le secteur tertiaire, qui sont généralement des emplois temporaires ou non permanents.

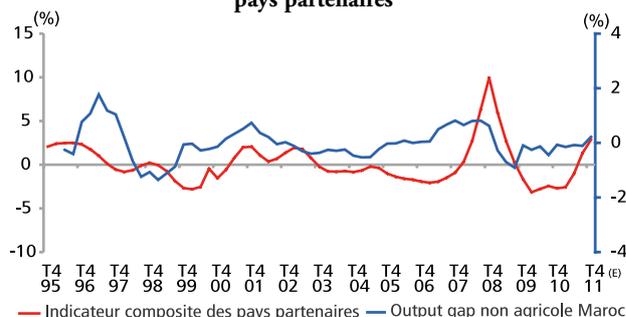
La consommation des administrations publiques devrait également marquer une croissance rapide, comme en témoigne l'accroissement des dépenses de fonctionnement du Trésor de 7,9% à fin décembre 2011, recouvrant une hausse de 12,4% des dépenses du personnel et une stagnation des dépenses au titre des autres biens et services à près de 38 milliards, soit 4,7% du PIB.

Au regard de ces évolutions, la consommation finale nationale devrait maintenir sa dynamique de croissance observée depuis le début de l'année, les estimations de la Banque au titre de l'année 2011 ayant été maintenues autour de 6%. Pour 2012, certains facteurs de pression pourraient prendre de l'ampleur, en particulier le recul des revenus dans le milieu rural et l'impact indirect du ralentissement de l'activité au niveau des principaux partenaires. Toutefois, la consommation devrait afficher une certaine résilience, son rythme de progression devant, selon les premières prévisions de la Banque, s'établir autour de 4%.

1.3 Investissement

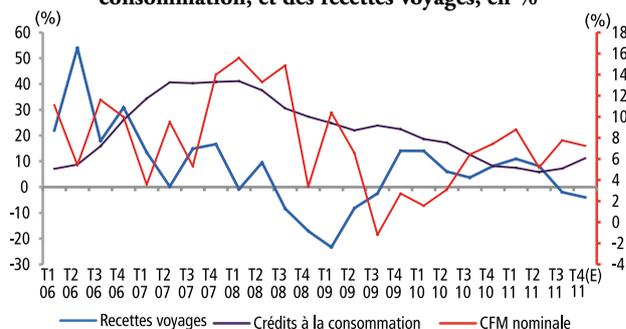
Au troisième trimestre 2011, la croissance de l'investissement s'est poursuivie au même rythme observé depuis le début de l'année, s'établissant à 4,6% au lieu de 4% en moyenne au cours du premier semestre. Au regard des indicateurs mensuels disponibles, l'investissement devrait croître de 7,4% au titre de l'année 2011 après un repli de 1,5% en 2010. En effet, les importations de produits finis d'équipement et les crédits d'équipement ont progressé respectivement de 17,1% et 3,3% au quatrième trimestre, en glissement annuel. Dans le même temps, la branche du bâtiment et travaux publics, l'un des moteurs

Graphique 1.10 : Indicateur composite avancé pondéré des pays partenaires*



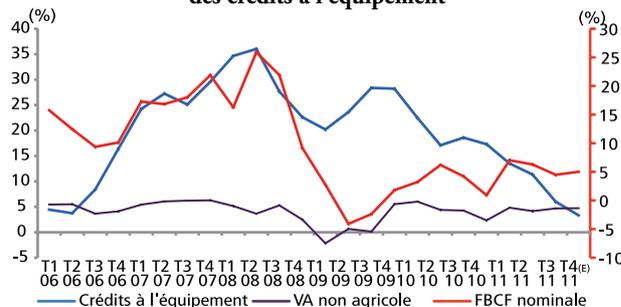
* L'indicateur composite pondéré des pays partenaires est construit à partir de la composante cyclique des indicateurs composites avancés de l'OCDE dans les principaux pays partenaires du Maroc (France, Espagne, Allemagne, Italie) pondérés par la part des pays en question dans les exportations du Maroc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

Graphique 1.11 : Évolution trimestrielle en glissement annuel de la consommation finale des ménages, des crédits à la consommation, et des recettes voyages, en %



Sources : HCP, OC et calculs et prévisions BAM

Graphique 1.12 : Évolution trimestrielle en glissement annuel de l'investissement total, de la valeur ajoutée non agricole, et des crédits à l'équipement



Sources : HCP, OC, calculs et prévisions BAM

du développement de l'investissement au cours des années récentes, aurait connu une croissance de 7,5% au quatrième trimestre et devrait continuer à soutenir l'investissement en 2012.

Au niveau de l'administration publique, la situation des charges et ressources du Trésor fait ressortir, à fin décembre 2011, une progression de 6,1% des dépenses d'investissement à 50 milliards de dirhams ou 6,2% du PIB.

La dégradation de la conjoncture internationale et de ses perspectives devrait peser sur l'investissement en 2012. Il devrait ainsi enregistrer un repli de près de 2%, avec toutefois un ajustement probable à la hausse en cas d'intensification de l'effort public d'investissement.

Dans le même sillage, les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture au titre du quatrième trimestre 2011 font ressortir une hausse d'un trimestre à l'autre des dépenses d'investissement. A très court terme, les industriels tablent sur une amélioration du climat des affaires et une hausse des dépenses d'investissement.

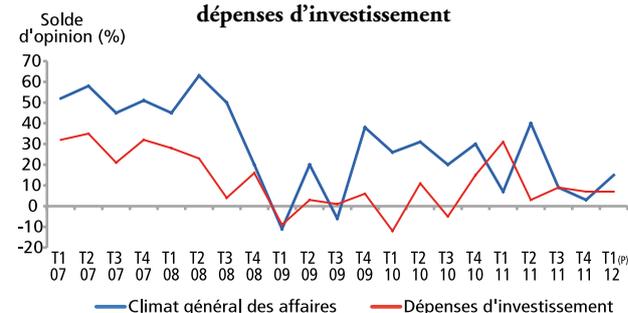
1.4 Commerce extérieur

Les données disponibles à fin février 2012 indiquent un faible accroissement des exportations. Ainsi, le déficit commercial s'est creusé en glissement annuel, en liaison avec la hausse plus importante des importations.

En effet, la balance commerciale a enregistré, à l'issue du mois de février, un déficit de 32,8 milliards de dirhams, en détérioration de 27,6% comparativement à la même période de l'année précédente, contre une aggravation de près de 34% un an auparavant. Cette évolution résulte de l'augmentation de 16% ou 8,3 milliards des importations, plus rapide que celle de 4,6% ou 1,2 milliard des exportations. Le taux de couverture s'est ainsi situé à 45,6%.

L'évolution des exportations est imputable pour l'essentiel à la hausse de 29% des ventes de phosphates, atteignant 2,1 milliards de dirhams. En revanche, les expéditions des dérivés de phosphates se sont établies à 4,5 milliards de dirhams, en recul de 5,9%. Pour leur part, les

Graphique 1.13 : Évolution du climat général des affaires et des dépenses d'investissement



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

Tableau 1.2 : Évolution de la balance commerciale au terme du mois de février 2012

(En millions de dirhams)	fév.	fév.	Variations	
	2011	2012*	Montant	%
Exportations globales	26 242,8	27 456,0	+1 213,2	+4,6
Exportations de phosphates et dérivés	6 451,2	6 653,1	+201,9	+3,1
Exportations hors phosphates et dérivés	19 791,6	20 802,9	+1 011,3	+5,1
Fils et câbles pour l'électricité	2 560,3	2 597,8	+37,5	+1,5
Composants électroniques	904,6	738,1	-166,5	-18,4
Articles de bonneterie	1 157,1	1 191,4	+34,3	+3,0
Vêtements confectionnés	3 150,9	3 136,0	-14,9	-0,5
Poissons en conserve	660,1	798,2	+138,1	+20,9
Importations globales	51 936,0	60 230,0	+8 294,0	+16,0
Importations de produits énergétiques	12 051,3	15 484,4	+3 433,1	+28,5
Importations hors produits énergétiques	39 884,7	44 745,6	+4 860,9	+12,2
Demi-produits	11 059,5	12 716,7	+1 657,2	+15,0
Produits alimentaires	6 578,7	6 325,4	-253,3	-3,9
Biens consommation	8 695,9	10 540,3	+1 844,4	+21,2
Biens d'équipement	10 297,9	11 441,0	+1 143,1	+11,1
Solde commercial	-25 693,2	-32 774,0	+7 080,8	+27,6

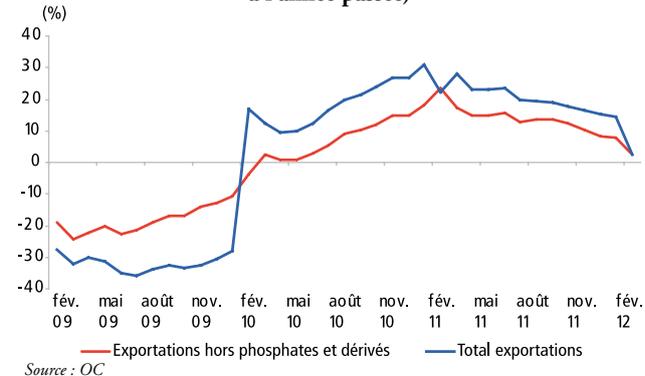
* Données provisoires
Source : OC

exportations hors phosphates et dérivés ont augmenté de 5,1%, se chiffrant à 20,8 milliards de dirhams, contre une progression de 17,8% un an auparavant. Ainsi, les exportations de crustacés et mollusques, des huiles de pétrole et lubrifiants, de poissons en conserve et d'articles de bonneterie, se sont accrus respectivement de 71,8%, de 52,5%, de 20,9% et de 3% atteignant 1,2 milliard, 711,4 millions, 798,2 millions et 1,2 milliard de dirhams. En revanche, les livraisons d'agrumes, des composants électroniques et du groupe de produits fer, acier et autres minerais ont enregistré des régressions respectives de 29,3%, de 18,4% et de 10,2% pour des montants de 588,8 millions, de 738,1 millions et de 676,3 millions de dirhams. Les exportations de vêtements confectionnés se sont stabilisées, pour leur part, à plus de 3 milliards de dirhams par rapport à la même période de l'année précédente.

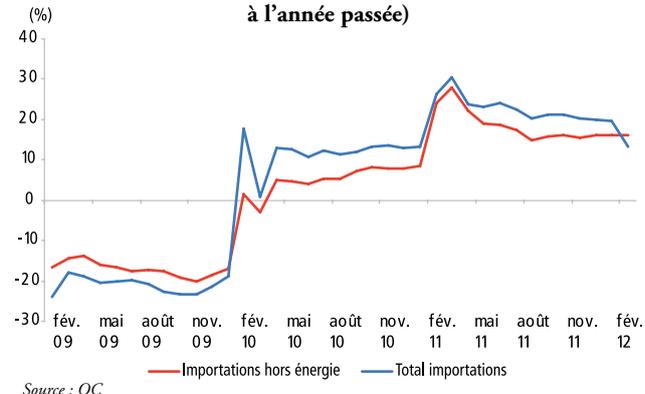
En regard, la progression des importations est liée à l'accroissement de la majorité des catégories de produits. Ainsi, la facture énergétique, chiffrée à 15,5 milliards de dirhams, s'est accrue de 28,5%, en liaison principalement avec la hausse de 17,8% du prix moyen de la tonne importée de pétrole brut qui s'est élevé à 6.774 dirhams. Le volume importé du pétrole brut a, de son côté, accusé une baisse de 7,2%, revenant à 764,9 milliers de tonnes. De même, les achats de gasoil et fuel, ainsi que ceux de gaz de pétrole et autres hydrocarbures ont crû respectivement de 35,6% et de 57,8%, s'établissant à 5,1 milliards et à 3,3 milliards de dirhams.

Hors énergie, les importations se sont accrues de 12,2%, s'élevant à 44,8 milliards de dirhams. Ainsi, les importations de demi-produits se sont chiffrées à 12,7 milliards, en augmentation de 15%, attribuable pour l'essentiel à la progression de 27,6% des acquisitions de matières plastiques. Pour leur part, les importations de biens de consommation ont crû de 21,2%, s'élevant à 10,5 milliards, en relation notamment avec la hausse de 24,3% des acquisitions de voitures de tourisme. De même, les importations de produits d'équipement ont enregistré un accroissement de 11,1%, se chiffrant à 11,4 milliards de dirhams. En revanche, les achats des produits alimentaires, en régression de 3,9%, se sont établis à 6,3 milliards de dirhams, sous l'effet

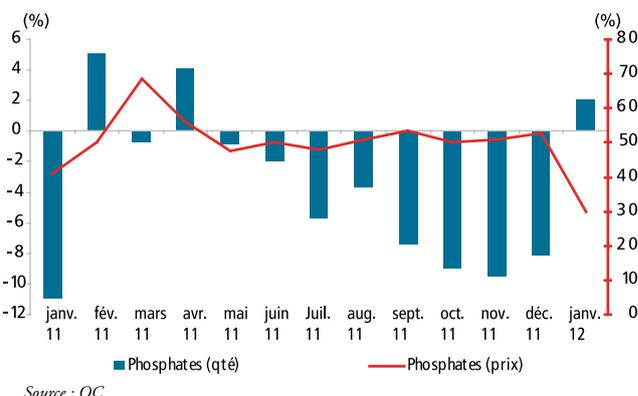
Graphique 1.14 : Cumul des exportations (Variation par rapport à l'année passée)



Graphique 1.15 : Cumul des importations (Variation par rapport à l'année passée)

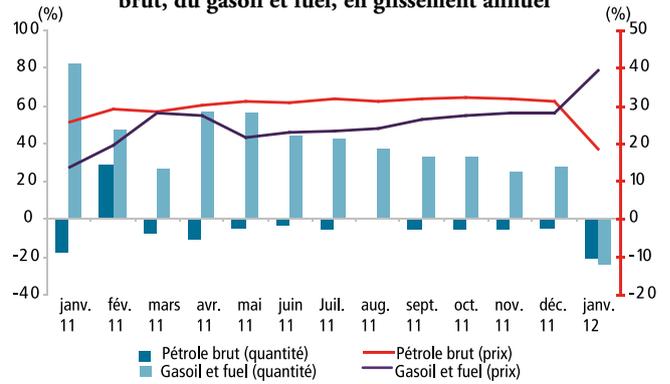


Graphique 1.16 : Evolution des quantités et du prix du phosphate, en glissement annuel



du recul de 27,3% des approvisionnements en blé, atteignant 1,5 milliard de dirhams, ainsi que celui de 22,5% des importations du Mais, se chiffrant à 793,5 millions de dirhams. Quant aux achats du sucre, ils se sont élevés à 1,1 milliard de dirhams, en progression de 25,2%.

Graphique 1.17 : Evolution des quantités et des prix du pétrole brut, du gasoil et fuel, en glissement annuel



Source : OC

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

En dépit de la dégradation de l'activité au niveau international, en particulier chez nos principaux pays partenaires, les différentes estimations de Bank Al-Maghrib montrent que l'output gap non agricole se serait globalement situé à des niveaux non significativement différents de zéro au cours du quatrième trimestre 2011 et du premier trimestre 2012. De même, les résultats de l'enquête mensuelle de BAM du mois janvier 2012 indiquent que le taux d'utilisation des capacités de production global et celui hors raffinage, bien qu'en légère baisse d'un mois à l'autre, se sont établis à des niveaux proches de leur moyenne historique, soit 72% et 71% respectivement. Sur le marché de l'emploi, le quatrième trimestre 2011 a été caractérisé par une baisse du taux de chômage en glissement annuel au niveau national, reflétant un recul de 0,7 point de pourcentage en milieu urbain et de 0,8 en zone rurale. Durant le même trimestre, les données indiquent la hausse en termes nominaux et réels du salaire moyen dans le secteur privé, traduisant la poursuite de l'effet de diffusion de la hausse du SMIG intervenue le premier juillet dernier. Globalement, bien que des tensions sur les coûts de production aient été identifiées, l'analyse de l'ensemble des indicateurs ne laisse pas entrevoir de pressions significatives sur les prix au cours des prochains trimestres.

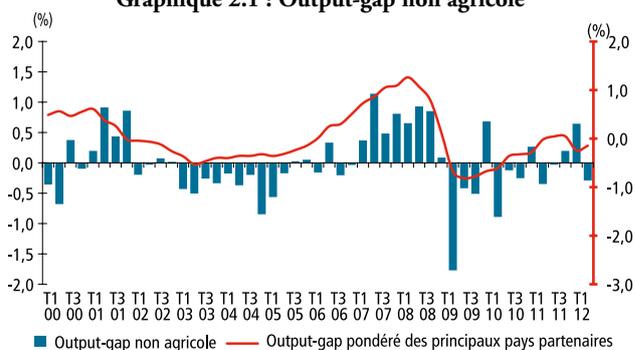
2.1 Tensions sur les capacités de production¹

Les dernières estimations de Bank Al Maghrib laissent indiquer que l'output gap non agricole aurait continué de fluctuer faiblement autour de zéro au cours du quatrième trimestre 2011 et du premier trimestre 2012. Si la demande intérieure semble maintenir sa vigueur, les pressions globales devraient rester modérées, en raison de la dégradation des perspectives de croissance au niveau international, avec notamment une entrée probable de la zone euro en récession en 2012 (Graphique 2.1)

Au regard des résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie de Bank Al-Maghrib, le taux d'utilisation des capacités de production global (TUC) est passé de 73% à 72% entre décembre 2011 et janvier 2012. Cette évolution résulte principalement de la baisse enregistrée dans les industries chimiques et parachimiques de 75% à 72%, le TUC dans les autres branches ayant légèrement augmenté (Graphique 2.3).

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

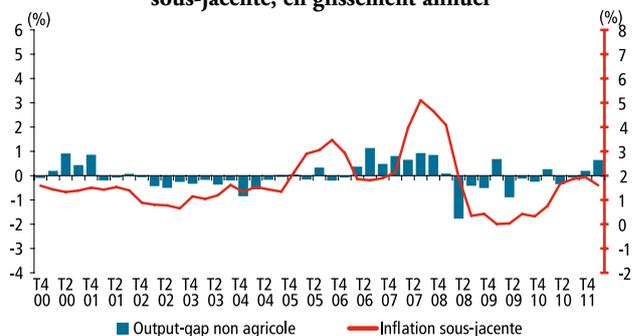
Graphique 2.1 : Output-gap non agricole



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

Sources : HCP et estimations BAM

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



Sources : HCP et estimations BAM

Au niveau des coûts, les résultats de la même enquête font ressortir une hausse au cours du quatrième trimestre, avec un solde d'opinion de 45%, en augmentation de 18 points de pourcentage d'un trimestre à l'autre. Selon les industriels, cette évolution est attribuable au renchérissement des matières premières non énergétiques et aux coûts financiers avec des soldes d'opinion respectifs de 48% et de 44%. Les coûts financiers ont constitué la principale source d'augmentation du coût dans les industries chimiques et parachimiques et les industries du textile et du cuir, tandis que les coûts des matières premières non énergétiques ont été identifiés comme étant le principal facteur dans les industries agroalimentaires et les industries mécaniques et métallurgiques. Au niveau des industries électriques et électroniques, le coût énergétique est le principal facteur avancé.

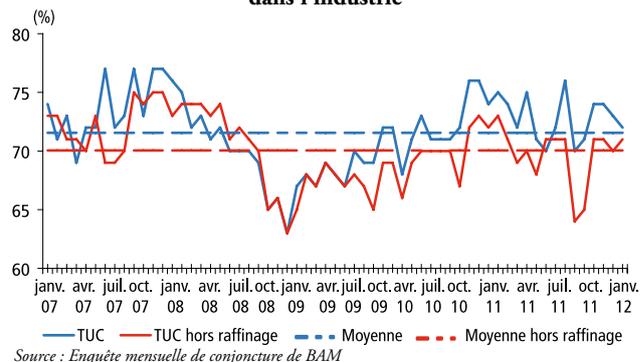
Pour sa part, l'indice de la productivité apparente du travail dans les activités non agricoles a marqué une hausse de 1,8% en glissement annuel durant le quatrième trimestre 2011 pour s'élever à 126,2 points, reflétant une hausse du taux d'emploi à un rythme inférieur à celui du PIB non agricole, tel qu'estimé par BAM (Graphique 2.5).

2.2 Tensions sur le marché du travail

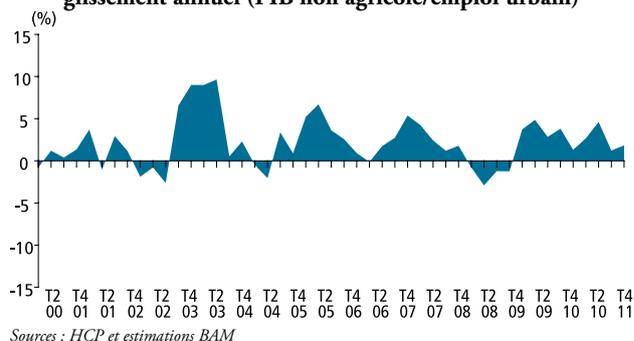
Au quatrième trimestre 2011, le taux de chômage a marqué une baisse de 0,7 point de pourcentage en glissement annuel pour se situer à 8,5%, en liaison avec le recul du chômage urbain de 13,7% à 13% et de celui rural de 4,2% à 3,4% (Tableau 2.1). Par tranche d'âge, le taux de chômage des jeunes âgés de 15-24 ans, s'est établi à 18,3% marquant ainsi, une diminution limitée de 0,5 point de pourcentage, soit le rythme le plus bas comparativement aux autres tranches.

En effet, la population active âgée de 15 ans et plus a progressé de 2%, pour atteindre 11,63

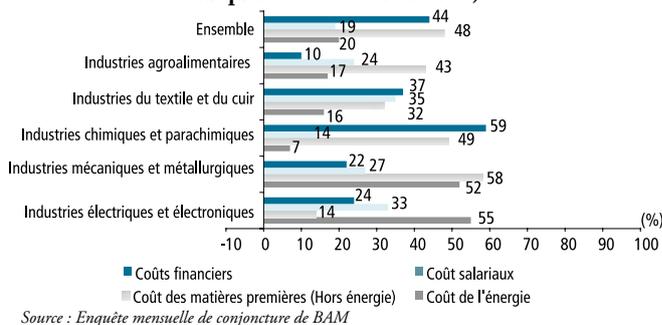
Graphique 2.3 : Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie



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



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



millions de personnes, recouvrant une hausse de 2% aussi bien au milieu urbain que rural. Cette évolution s'est traduite par une légère augmentation du taux d'activité de 0,1 point de pourcentage pour se situer à 49,2% (Tableau 2.1).

La part occupée de cette population a marqué une progression de 2,8% à 10,64 millions d'individus au quatrième trimestre 2011. Par conséquent, le taux d'emploi s'est amélioré de 0,5 point de pourcentage pour se situer à 45,1%, recouvrant une quasi stagnation dans les zones urbaines et une augmentation de 1 point de pourcentage dans le milieu rural (Tableau 2.1).

Le marché de l'emploi a ainsi connu une création nette de 189.000 postes rémunérés et de 100.000 postes non rémunérés, soit un total de 289.000 postes, dont 51% en zones urbaines. Au plan sectoriel, le secteur des services et celui des BTP restent les principaux pourvoyeurs d'emploi, avec une création nette de 97.000 et 62000 respectivement au cours du quatrième trimestre 2011. En revanche, le secteur industriel a de nouveau accusé une perte d'emploi de 33.000 postes après une hausse ponctuelle de 21.000 postes au troisième trimestre 2011, portant les pertes d'emplois sur l'ensemble de l'année 2011 à 31.000 postes (Graphique 2.6).

S'agissant des coûts salariaux, les données relatives au dernier trimestre 2011 indiquent un léger accroissement de 0,3% en glissement annuel du coût unitaire du travail (CUT) dans le secteur manufacturier. En comparaison internationale, la progression du CUT national a dépassé celle de la Pologne, de la Hongrie et de l'Allemagne, soit respectivement un écart de 3,1%, de 1,4% et de 1,2%. Le CUT a, en revanche, évolué moins vite que celui de l'Italie, du Royaume Uni et du Canada (Graphique 2.7).

Concernant l'indice des salaires moyens trimestriels calculé par le HCP, sur la base des données de la CNSS, il a augmenté de 4% en termes nominaux et de 3,6% en termes réels au

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

En millions/en %	T4 - 2010			T4 - 2011		
	Urbain	Rural	Ens.	Urbain	Rural	Ens.
Population active et emploi						
Population active ⁽²⁾	6,016	5,39	11,4	6,14	5,5	11,63
Taux d'activité (en%) ⁽³⁾	43,4	57,6	49,1	43,3	58,2	49,2
Population active occupée	5,19	5,16	10,35	5,34	5,3	10,64
Taux d'emploi (en%) ⁽⁴⁾	37,4	55,2	44,6	37,6	56,2	45,1
Chômage						
Population active en chômage	827	225	1 052	800	189	989
Taux de chômage (en%) ⁽⁵⁾	13,7	4,2	9,2	13	3,4	8,5
Selon l'âge						
.15 - 24 ans	33,2	8,9	18,8	33	8,5	18,3
.25 - 34 ans	18,8	4,5	12,7	18,3	3,6	12,1
.35 - 44 ans	7,9	2,1	5,5	6,5	1,3	4,4
Selon le diplôme						
. Sans diplôme	7,9	2,6	4,6	5,8	1,9	3,4
. Ayant un diplôme	18,2	11,2	16,7	18,6	10,1	16,7

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

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

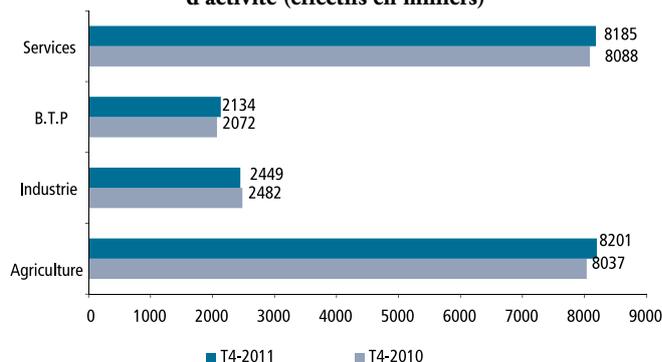
(3) Population active / Population totale

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

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

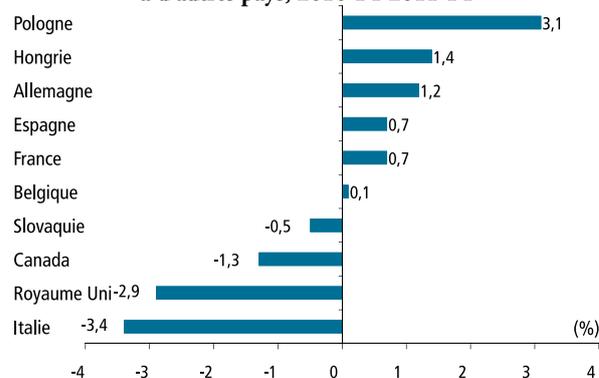
Source : HCP

Graphique 2.6 : Effectif employé selon les secteurs d'activité (effectifs en milliers)



Source : HCP

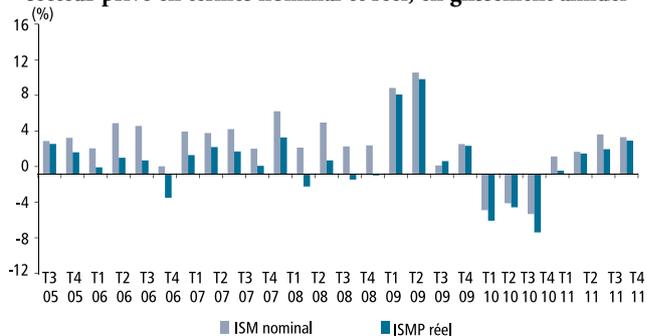
Graphique 2.7: Augmentation (%) des coûts unitaires de la main-d'oeuvre du secteur manufacturier marocain par rapport à d'autres pays, 2010 T4-2011 T4



Sources : Datastream et calculs BAM

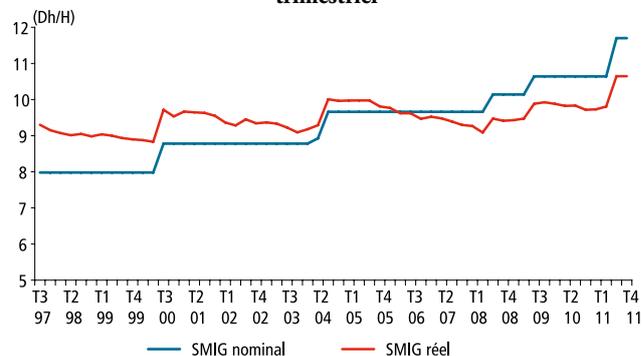
quatrième trimestre 2011 en glissement annuel, en raison de la poursuite de l'effet de diffusion de la hausse de 10% du SMIG intervenue en juillet dernier (Graphique 2.8). Cette évolution corrobore les résultats de l'enquête de conjoncture dans l'industrie de BAM qui laissent indiquer une hausse du niveau des salaires avec un solde d'opinion de 19%. Pour sa part, le SMIG a connu une stagnation d'un trimestre à l'autre aussi bien en termes réels que nominaux. (Graphique 2.9)

Graphique 2.8 : Variation de l'indice des salaires moyen dans le secteur privé en termes nominal et réel, en glissement annuel



Sources : CNSS et estimations BAM

Graphique 2.9 : SMIG en termes nominal et réel, en glissement trimestriel



Sources : Ministère de l'emploi et calculs BAM

3. ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL ET PRIX À L'IMPORTATION

Bien qu'elles ne permettent pas d'entrevoir une amélioration notable de la conjoncture et de ses perspectives, les données disponibles à fin février 2012, en particulier celles relatives aux principales variables financières, font apparaître certaines évolutions favorables. Une relative atténuation des tensions a ainsi été observée sur les marchés obligataires, monétaires et boursiers, notamment dans les pays avancés. Concernant particulièrement le marché obligataire, les mesures de soutien apportées par la BCE et la mise en place effective du plan d'aide au profit de la Grèce ont contribué au recul des taux assortissant les titres souverains des pays européens. Cette évolution s'est accompagnée d'un mouvement baissier des taux et Spreads au niveau des marchés monétaires ainsi qu'une nouvelle hausse des indices boursiers des économies avancées et émergentes, tandis que le marché de change a été marqué par une appréciation de l'euro par rapport à la plupart des devises des pays avancés. Concernant l'activité économique, les résultats des comptes nationaux restent ceux du quatrième trimestre 2011, faisant ressortir une poursuite du ralentissement global de la croissance, en particulier dans les pays avancés. Plus récemment, les indicateurs à haute fréquence du mois de février 2012 ont été globalement orientés à la hausse, laissant indiquer un certain dynamisme de l'activité comparativement au quatrième trimestre 2011. Ces signes de redressement demeurent, toutefois, fragiles et entourés de risques liés à la persistance des zones de vulnérabilités observées depuis plusieurs trimestres, notamment celles relatives aux déséquilibres budgétaires, au marché de l'emploi, au crédit bancaire et aux prix des matières premières. Ces derniers, après une certaine baisse au cours des deux derniers mois de l'année 2011, ont connu une forte hausse, impactés en cela par les tensions géopolitiques et les incertitudes entourant l'offre qui en résultent. Au niveau des perspectives mondiales à court terme, la dernière mise à jour des projections de la Commission Européenne datant de février 2012 et celle du FMI de janvier 2012, font apparaître des révisions plus marquées à la baisse de la croissance en 2012 aussi bien pour les pays avancés que ceux émergents et en développement. Au total, les éléments d'analyse de la conjoncture internationale ne laissent entrevoir qu'une légère réduction des risques d'affaiblissement de la demande extérieure adressée à l'économie nationale, tout en indiquant qu'en cas de poursuite de la hausse des prix au niveau international, les tensions inflationnistes d'origine externe pourraient être moins modérées au cours des prochains trimestres.

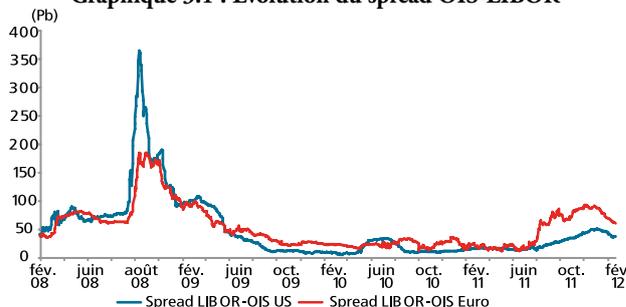
3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde

Sur les deux premiers mois de 2012, les conditions financières se sont caractérisées par un apaisement des tensions, notamment dans les pays avancés. Cette accalmie est attribuable aux mesures multilatérales de soutien apportées à la Grèce, aux interventions de la BCE, ainsi qu'à la relative amélioration des derniers indicateurs de la conjoncture dans les pays avancés.

3.1.1 Conditions financières

Le mois de février a été marqué par l'entrée en vigueur des nouvelles mesures de soutien apportées par la BCE et par la mise en place d'un plan d'aide de 237 milliards d'euros au profit de la Grèce, conjointement par les pays de la zone euro et le FMI. Ce plan, le deuxième après celui de mai 2010, porte le total de l'aide financière apportée à ce pays à 350 milliards d'euros.

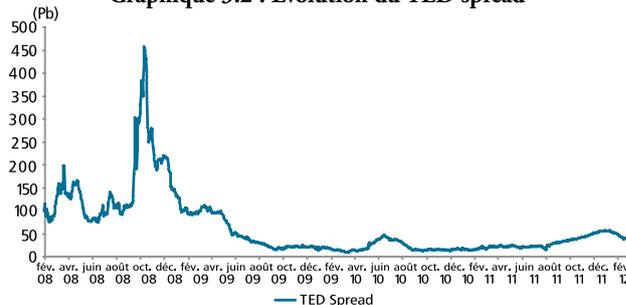
Graphique 3.1 : Evolution du spread OIS-LIBOR*



Source : Datastream

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

Graphique 3.2 : Evolution du TED spread'



Source : Datastream

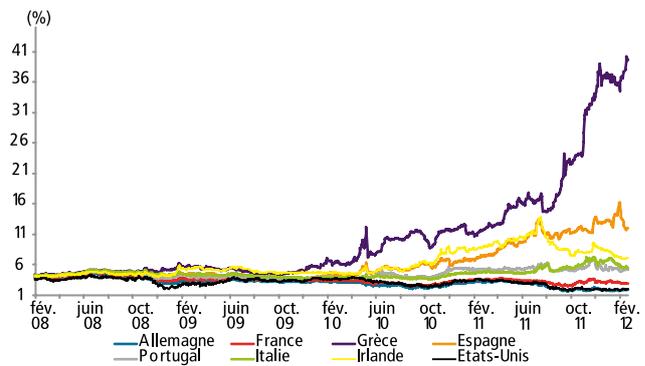
* Le TED spread représente un risque de crédit et correspond à l'écart de taux d'intérêt entre les titres courts émis par le Trésor américain (trois mois) et les prêts interbancaires à 90 jours en dollars américains.

Dans ces conditions, les taux des rendements souverains à 10 ans sont revenus, de janvier à février 2012, de 13,8% à 12,9% pour le Portugal, de 6,6% à 5,6% pour l'Italie et de 5,4% à 5,1% pour l'Espagne. Les titres de La France ont également été émis à des taux plus bas comparativement au mois précédent, soit 3% au lieu de 3,2% pour les obligations à 10 ans. En revanche, les taux grecs à 10 ans, ont enregistré une décélération, atteignant 38,1% en février 2012, contre 36,3% en janvier et 37% en décembre 2011, avec une légère baisse le lendemain de l'annonce du plan d'aide. De même, bien qu'ils demeurent à un niveau exceptionnellement bas, les taux de rendement souverains à 10 ans de l'Allemagne ont enregistré une légère hausse de 1,8% à 1,9%, alors que ceux des Etats-Unis ont stagné à 1,9%, d'un mois à l'autre. L'atténuation des tensions sur le marché obligataire s'est reflétée également sur les marchés des dérivés de crédit, notamment des pays périphériques, qui ont accusé des baisses, à l'exception de ceux de la Grèce (Graphique 3.4).

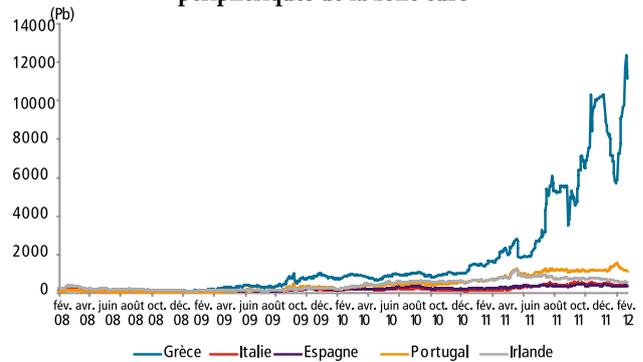
Au niveau des marchés monétaires, l'Euribor à 3 mois s'est établi à 1,07% en février 2012 au lieu de 1,22%, ramenant le spread Libor-OIS euro de 80,2 à 65,5 points de base. De même, le Libor à 3 mois est passé, de janvier à février 2012, de 0,6% à 0,51% et le spread Libor-OIS dollar de 48,3 points de base à 39,3 points. En dépit de ces évolutions, les spreads demeurent largement supérieurs à leur niveau d'avant crise, soit 7 points de base aux Etats-Unis et 3 points de base dans la zone euro.

Pour sa part, le crédit au secteur privé a enregistré des évolutions divergentes entre la zone euro et les Etats-Unis. Il a ainsi baissé de 0,7% dans la zone euro, entre novembre et décembre 2011, alors qu'il a augmenté aux Etats-Unis de 0,6% de décembre 2011 à janvier 2012. Le rythme de progression du crédit en 2011 a atteint en moyenne 1,1% et 2,4% respectivement pour les Etats-Unis et la zone euro, ce qui reste en-deçà du rythme d'avant crise.

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



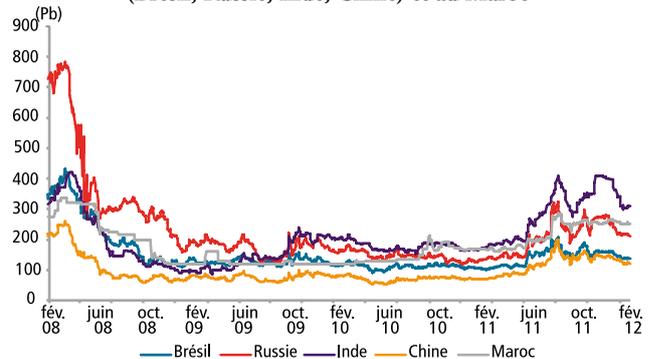
Graphique 3.4 : Evolution des CDS* dans les pays périphériques de la zone euro



Source : Datastream

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

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



Sur les marchés boursiers, les principaux indices des économies avancées ont poursuivi leur mouvement haussier et les indices de volatilité ont de nouveau diminué. Ainsi, le NIKKEI225 a augmenté de 5,4%, le Dow Jones Industrials de 2,6% et l'EUROSTOXX50 de 5,1%, reflétant des hausses respectives de 7,6% pour le DAX30 et de 4,7% pour le CAC40, en rythme mensuel.

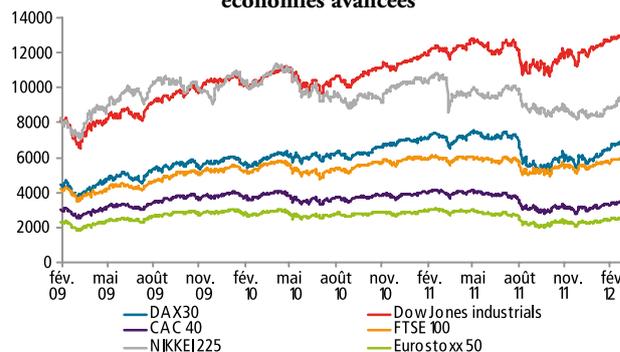
S'agissant des indices de volatilité, le VIX a baissé pour s'établir à 18,6 points de base en février 2012 contre 20,4 points, un mois auparavant. Pour sa part, le VSTOXX, qui renseigne sur la volatilité des marchés boursiers de la zone euro, s'est établi à 25,4 points de base au lieu de 27,8 points.

De même, les indices boursiers des économies émergentes sont ressortis en hausse, le MSCI EM ayant augmenté de 8,4% en février 2012, par rapport au mois précédent.

Sur les marchés de change internationaux, l'euro a inversé son mouvement de dépréciation par rapport à la plupart des autres monnaies, porté notamment par le second plan d'aide à la Grèce et par les perspectives désormais moins défavorables de l'économie allemande pour l'année en cours. Ainsi, l'euro a atteint 1,32 dollar en février 2012, soit une appréciation de 2,4% par rapport à janvier. Il s'est également apprécié de 3% vis-à-vis du yen japonais et s'est, en revanche, déprécié de 0,2% par rapport à la livre sterling.

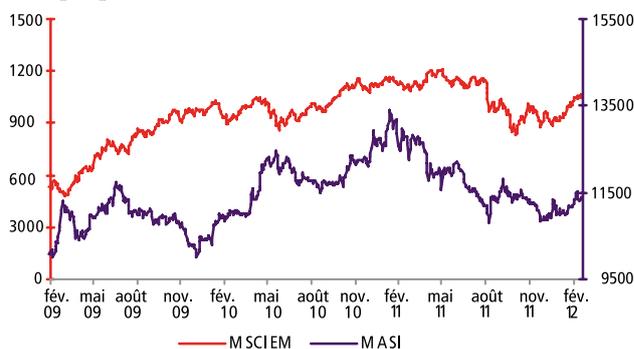
Concernant les décisions de politique monétaire, lors de leurs réunions de février 2012, la BCE et la Banque d'Angleterre ont maintenu leur taux directeurs inchangés à 1% et à 0,5%, respectivement. Dans le cadre de son programme de rachats d'actifs lancé en mars 2009, la Banque d'Angleterre a annoncé une extension de 50 milliards de livres sterling sur une durée de trois mois, soit un total de 325 milliards de livres. Pour sa part, la FED a maintenu, en janvier 2012, son taux directeur inchangé entre 0% et 0,25%.

Graphique 3.6 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



Source : Datastream

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



Source : Datastream

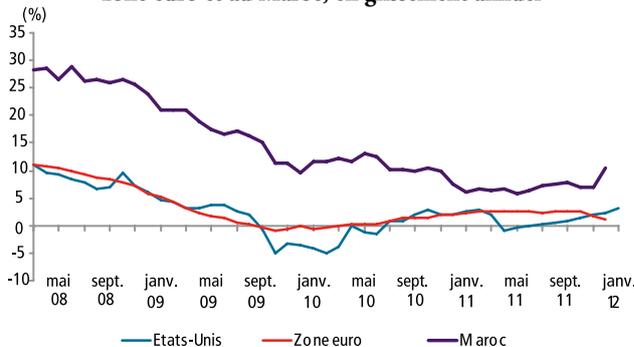
Graphique 3.8 : Evolution du VIX*



Source : Datastream

* « Volatility index (VIX) : est un indicateur de volatilité du marché financier américain. Il est établi quotidiennement par le Chicago Board Options Exchange (CBOE). Cet indice est calculé en faisant la moyenne des volatilités sur les options d'achat (call) et les options de vente (put) sur l'indice Standard & Poor's 500 (S & P 500). Plus la valeur de cet indice est forte, plus les marchés ont une nervosité élevée et donc un pessimisme élevé. »

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



Source : Datastream

3.1.2 Activité économique dans le monde

Les données des comptes nationaux du quatrième trimestre 2011 aux Etats-Unis font ressortir une hausse du PIB à 1,6% en glissement annuel après 1,5% au trimestre précédent. Cette légère amélioration du PIB est attribuable pour l'essentiel à l'augmentation des dépenses de consommation des ménages, ainsi qu'à l'accélération du rythme de reconstitution des stocks par les entreprises.

Dans la zone euro, la croissance au quatrième trimestre est ressortie en revanche en nette décélération, soit 0,7% en glissement annuel après 1,3% le trimestre précédent, reflétant principalement le repli de la consommation des ménages. Le ralentissement a été plus marqué en Allemagne où le PIB a augmenté de 2% en glissement annuel après 2,7% au troisième trimestre, la croissance s'étant établie à 1,4% et 0,3% respectivement en France et en Espagne, contre 1,5% et 0,8% le trimestre précédent. En outre, l'Italie a connu une contraction de 0,5% de son PIB, après une progression de 0,3% au troisième trimestre.

Le Japon a affiché au quatrième trimestre une contraction du PIB de 1% en glissement annuel, après celle de 0,6% le trimestre précédent, traduisant principalement le ralentissement de la demande intérieure.

La croissance dans les pays émergents d'Asie, bien qu'en décélération depuis le début de l'année, demeure relativement vigoureuse, en particulier en Chine où elle s'est établie à 8,9% au quatrième trimestre au lieu de 9,1% le trimestre précédent.

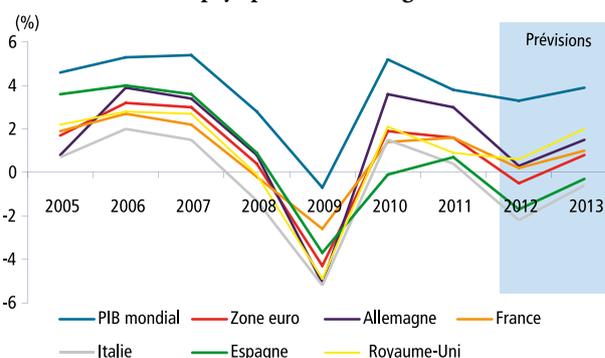
Au niveau des indicateurs à haute fréquence, les données du mois de février 2012 font ressortir globalement des signes d'amélioration de l'activité d'un mois à l'autre. Ainsi, l'indice de confiance du consommateur américain a rebondi en février pour s'établir à 70,8 points au lieu de 61,1 point en janvier, soit une hausse de 15,1% d'un mois à l'autre, mais demeure

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

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

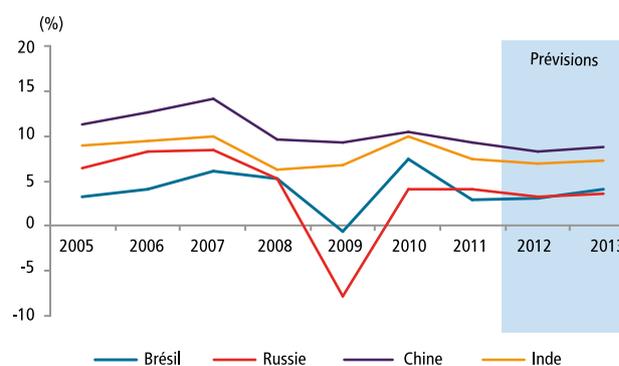
Source : Eurostat

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



Source : FMI

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



Source : FMI

toutefois en baisse de 1,7% en glissement annuel. Quant à l'ISM manufacturier aux Etats-Unis, les dernières données de janvier font ressortir une légère hausse de l'indice de 0,4%, soit 54,1 points de base.

Dans la zone euro, l'indice PMI manufacturier a enregistré une légère augmentation de 0,4% en février en variation mensuelle, mais demeure toutefois en repli de 17% en glissement annuel. En revanche, l'indice PMI composite a baissé de 1,4% d'un mois à l'autre pour s'établir à 49,4 points au lieu de 50,4 points le mois précédent, repassant en dessous de la barre des 50. En glissement annuel, cet indice ressort également en baisse de 14,6%. Concernant le climat des affaires, l'indice IFO en Allemagne a augmenté à 109,8 points en février 2012, au lieu de 108,3 points en janvier, soit une hausse de 1,4% d'un mois à l'autre. Parallèlement, l'indice Zew (sentiment économique) est ressorti positif à 5,4 point en février au lieu de -21,6 le mois précédent.

S'agissant des perspectives économiques mondiales, le FMI, dans sa mise à jour de janvier 2012, a de nouveau révisé à la baisse ses projections de croissance dans les pays avancés. Ainsi, la croissance aux Etats-Unis serait de 1,8% et 2,2% respectivement en 2012 et 2013, alors que dans la zone euro, le PIB diminuerait de 0,5% en 2012 avant d'augmenter de 0,8% en 2013. Pour les pays partenaires du Maroc, les nouvelles projections du FMI tablent sur une évolution du PIB de 0,3% et 1,5% en Allemagne, 0,2% et 1% en France, -2,2% et -0,6% en Italie, -1,7% et -0,3% en Espagne, 0,6% et 2% au Royaume-Uni, respectivement en 2012 et 2013.

Quant aux nouvelles projections de la Commission européenne, datant de février 2012, elles restent globalement en ligne avec celles des autres organismes, faisant ressortir de nouvelles révisions à la baisse pour la majorité des pays avancés en 2012 par rapport aux perspectives d'automne dernier (novembre 2011). La Commission prévoit désormais une croissance limitée à 1,6% et 1,5% respectivement

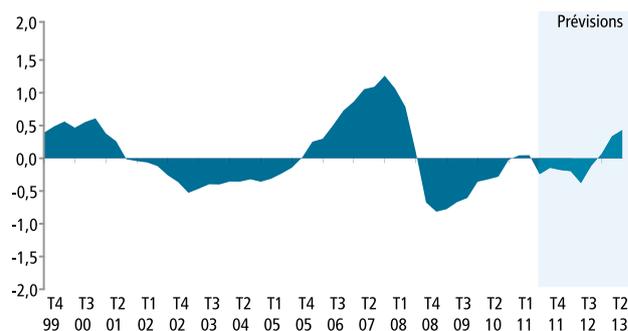
Tableau 3.2 : Perspectives de la croissance dans le monde

	Projections (en %)							
	Banque mondiale*		Commission* européenne		FMI*		Banques centrales	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013
PIB mondial	2,5	3,1	-	-	3,3	3,9	-	-
Etats-Unis	2,2	2,4	1,5	1,3	1,8	2,2	(2,5-2,9)	(3,0-3,3)
Zone euro	-0,3	1,1	1,5	0,5	-0,5	0,8	-0,1	1,1
Allemagne	-	-	2,9	0,8	0,3	1,5	0,6	1,8
France	-	-	1,6	0,6	1,6	0,2	0,4	1,0
Italie	-	-	0,5	0,1	-2,2	-0,6	(-1,2-1,5)	0,8
Espagne	-	-	0,7	0,7	-1,7	-0,3	-1,5	0,2
Royaume Uni	-	-	0,7	0,6	0,6	2	1	-
Chine	8,4	8,3	9,2	8,6	8,2	8,8	-	-
Inde	6,5	7,7	-	-	7	7,3	-	-
Brésil	3,4	4,4	-	-	3	4	-	-
Russie	3,5	3,9	3,9	3,8	3,3	3,5	-	-

* OCDE : Banque mondiale janvier 2012, Commission européenne 2012, FMI janvier 2012, Banques centrales janvier 2012.

Sources : Banque mondiale, Fonds monétaire international, Commission européenne,

Graphique 3.12 : Output-gap des principaux pays partenaires



Sources : Commission européenne et calculs BAM

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



Source : Datastream

en 2012 et 2013 pour les Etats-Unis, alors que dans la zone euro, le PIB devrait baisser de 0,3% en 2012 et croître de 1,3% en 2013.

Concernant les banques centrales, les prévisions de la BCE, datant de février 2012, indiquent une contraction du PIB de 0,1% en 2012 et une hausse de 1,1% en 2013 pour la zone euro. Concernant les pays partenaires, la Banque de France prévoit une croissance de 1% respectivement en 2012 et 2013 pour la France, tandis que la Bundesbank, prévoit une croissance de 0,6% et 1,8% respectivement pour l'Allemagne. La Banque centrale d'Italie prévoit, quant à elle, une évolution du PIB comprise dans un intervalle de -1,2% à -1,5% sur la même période. Quant à la Banque centrale d'Espagne, elle table sur une contraction de -1,5% en 2012.

3.1.3 Marché de l'emploi

Sur l'ensemble de l'année 2011, à l'exception notable de l'Allemagne où le taux de chômage a ralenti de 7,1% en 2010 à 5,9% en 2011, les taux de chômage dans les autres pays demeurent à des niveaux relativement élevés. Dans certains pays européens, en particulier en Espagne, le taux de chômage a affiché un nouveau record tant au niveau annuel que mensuel, les différentes réformes mises en place s'étant vraisemblablement avérées insuffisantes, dans un contexte de ralentissement de l'activité et d'amplification des difficultés budgétaires. Pour le mois de janvier 2012, les données disponibles concernent les Etats-Unis où le taux de chômage s'est établi à 8,3% après 8,5% le mois précédent.

D'après les prévisions de plusieurs organismes, les incertitudes concernant les perspectives de croissance à court terme dans les pays avancés devraient en outre maintenir les taux de chômage à des niveaux relativement élevés en 2012 avec des degrés variables selon les pays. Selon les dernières prévisions du FMI, le chômage atteindrait aux Etats-Unis et dans la zone euro 9% et 9,9% en 2012. Dans les pays partenaires, il s'établirait à 6,2% en Allemagne,

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

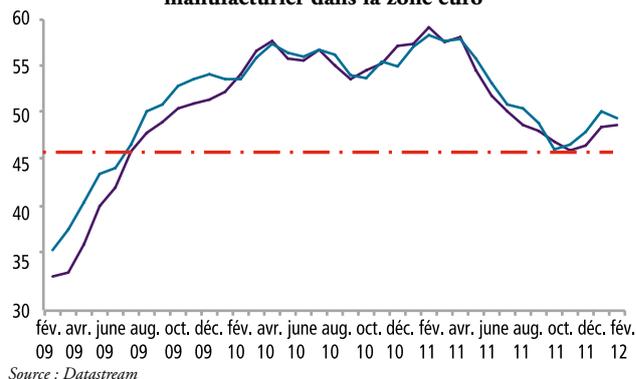
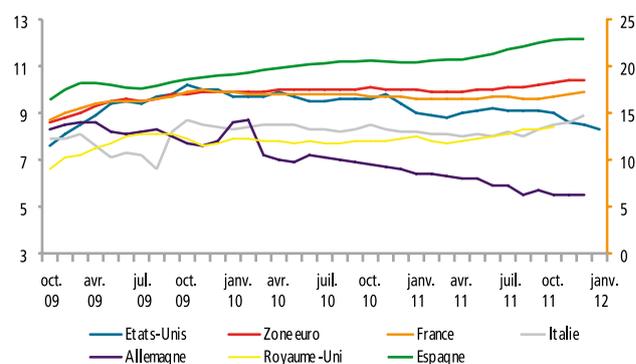


Tableau 3.3 : Evolution du taux de chômage aux Etats-Unis, dans la zone euro et dans les pays partenaires

	2010	2011	oct. 2011	nov. 2011	déc. 2011
Etats-Unis	9,6	9	9,1	9,1	9,1
Zone euro	10,1	10,1	10,3	10,4	10,4
France	9,8	9,7	9,7	9,8	9,9
Italie	8,4	8,4	8,5	8,8	8,9
Allemagne	7,1	5,9	5,7	5,6	5,5
Espagne	20,1	21,6	22,7	22,9	22,9
Royaume-Uni	7,8	-	8,4	8,4	n.a

Source : Eurostat

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



à 9,2% en France, à 8,5% en Italie et à un record de 19,7% en Espagne.

3.2 Prix des matières premières et l'inflation

Le maintien de la vigueur de la demande émanant des pays émergents, conjugué à l'effet des tensions géopolitiques ont induit une hausse des prix des matières premières en février, alors que l'inflation n'a pas connu de variations notables en janvier par rapport à décembre 2011.

3.2.1 Prix des matières premières énergétiques

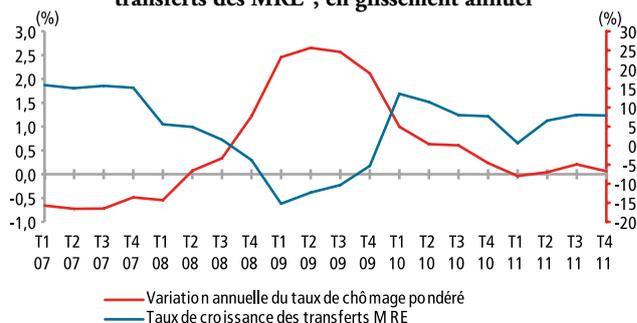
L'instabilité au Proche-Orient et les incertitudes entourant les exportations iraniennes, conjuguées à l'accroissement de la demande des pays émergents ont porté le prix du Brent à son plus haut niveau depuis sept mois, soit 121,4 dollar le baril le 21 février. Ainsi, le prix moyen mensuel du pétrole a atteint 118,4 dollar le baril, soit une variation mensuelle de 6,3% et de 14,1% en glissement annuel.

Concernant les prévisions du prix du pétrole, la Banque Mondiale a revu à la hausse ses estimations pour 2012 de 94,7 à 98,2 dollars le baril, alors que le FMI a légèrement révisé à la baisse le prix à 99,09 contre 100 dollars. Pour 2013, les deux organismes tablent sur un prix de 97,1 et 95,5 dollar le baril, respectivement. Sur le marché à terme du Brent, les prix des contrats se sont établis à 117,9 dollars le baril pour 2012 et 105,3 pour 2013.

L'accroissement du prix du pétrole, parallèlement à la dégradation des perspectives économiques dans la zone euro et aux Etats-Unis, ont amené l'OPEP à réduire ses prévisions de la demande de 0,2 million de barils par jour. De même, l'AIE a revu à la baisse ses prévisions de 0,3 million de barils par jour.

Par ailleurs, le prix du gaz naturel a accusé une légère baisse en janvier de 0,7% en glissement

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



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

Sources : Datastream, OC et calculs BAM

Graphique 3.17 : Cours mondial du Brent en dollars



Source : Datastream

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

	T1:12	T2:12	T3:12	T4:12	2012	2013	2014
Pétrole	117,15	120,02	118,25	116,46	117,97	112,02	105,39

Source : Bloomberg

mensuel, en raison notamment des stocks excédentaires, tout en demeurant supérieur de 17% au niveau enregistré en janvier 2011. Pour sa part, le prix du charbon s'est accru de 5% en liaison avec la hausse rapide de la demande et le resserrement de l'offre.

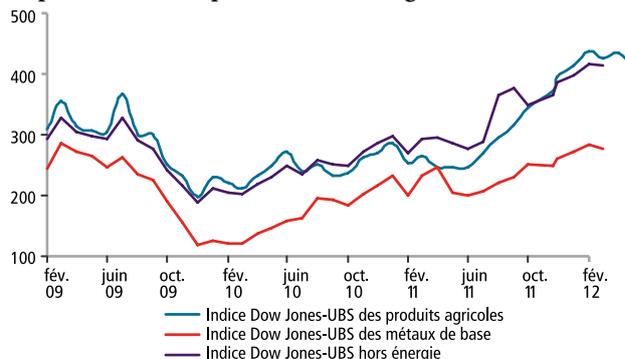
3.2.2 Prix des matières premières hors énergie

Bien qu'il demeure inférieur de 2,8% à son niveau de 2011, l'indice Dow Jones UBS est ainsi ressorti en hausse de 3% d'un mois à l'autre. Impactés par la baisse de la production et des stocks, ainsi que par la hausse du prix du baril, les cours des métaux de base ont augmenté en février, comme en témoigne l'accroissement de l'indice Dow Jones UBS y afférant de 3,8% en variation mensuelle. En glissement annuel, cet indice demeure en repli de 16%, en liaison avec l'effet de base relatif aux niveaux élevés observés début 2011. Par produit, les prix du zinc, du nickel et du cuivre ont augmenté d'un mois à l'autre à des rythmes respectifs de 9,8%, de 8,9% et de 8,3%.

En revanche, la hausse apparente de la production et des stocks de certains produits a induit un ralentissement des prix des biens agricoles. La hausse mensuelle de l'indice Dow Jones UBS est ainsi revenue à 1,5% contre 3,6% enregistrée le mois précédent, alors que la variation annuelle s'est établie à -16,4%. Ainsi, le prix du coton et du blé ont diminué de 2,2% et 1,5% d'un mois à l'autre et de 50,8% et 5,4% en glissement annuel respectivement, tandis que le prix du maïs a marqué une hausse mensuelle de 5% et une augmentation annuelle de 10%.

Sur le marché du phosphate et dérivés, le prix du phosphate brut est resté inchangé, en janvier, à 202,2 dollars la tonne pour le troisième mois consécutif, tout en enregistrant une hausse annuelle de 31%. De même, le prix du TSP s'est stabilisé en glissement mensuel après avoir diminué de 7% en décembre, marquant ainsi un renchérissement de 12% en glissement annuel. Par ailleurs, les prix du DAP et du chlorure de

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



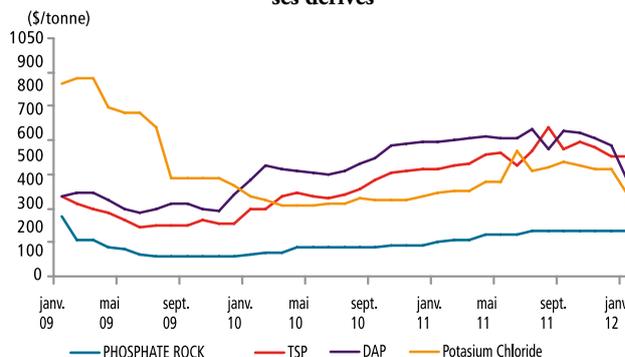
Source : Datastream

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

	T1:12	T2:12	T3:12	T4:12	2012	2013	2014
Blé (cents/bu)	637,36	636,75	690,00	691,84	667,30	713,93	741,07
Maïs (cents/bu)	638,31	646,82	599,58	569,97	613,40	557,15	562,35
Sucre (11cents/bl)	24,40	23,96	23,95	24,50	24,20	24,11	23,82

Source : Bloomberg

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



Source : Banque mondiale

potassium ont enregistré des baisses de 24% et 22% d'un mois à l'autre, soit des variations annuelles de -27% et 0,2%, respectivement.

3.2.3 Inflation dans le monde

Les données montrent que l'inflation n'a pas enregistré de variations significatives, entre décembre 2011 et janvier 2012, avec une légère hausse au niveau mondial de 4,3% à 4,4% et une faible baisse de 2,5% à 2,4% dans les pays avancés. L'inflation s'est ainsi établie à 2,9% aux Etats-Unis, contre 3,4% le mois précédent, tandis que l'estimation de l'Office statistique de l'Union européenne indique une stabilisation à 2,7%. Dans les principaux partenaires du Maroc, l'inflation a ralenti en Espagne, en Italie et en France, de 2,4% à 2%, de 2,7% à 2,4% et de 2,7% à 2,6% respectivement, alors qu'elle est restée inchangée en Allemagne à 2,3%.

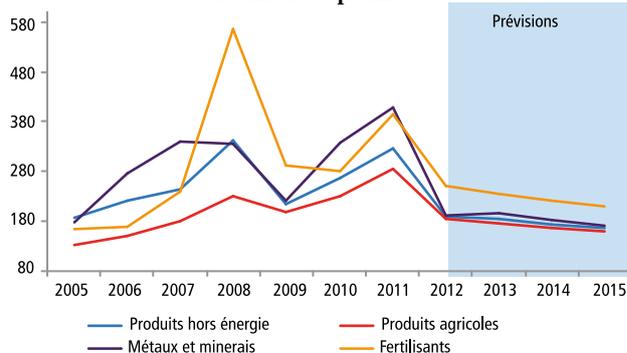
S'agissant des pays émergents, l'inflation s'est accrue en Chine atteignant 4,9% en janvier contre 4,6% en décembre, tandis que pour le Brésil elle a enregistré une baisse, revenant de 6,5% à 6,2%.

Par ailleurs, dans sa mise à jour des perspectives mondiales de janvier, le FMI table globalement sur une atténuation de la hausse des prix à la consommation en 2012 et 2013, comparativement à 2011, en raison de l'essoufflement de la demande et du repli anticipé des cours des matières premières. Ainsi, l'inflation dans les pays avancés se serait établie à 2,7% en 2011 et devrait revenir à 1,6% en 2012 et à 1,3% en 2013, tandis que pour les pays émergents et en développement, elle atteindrait 7,2% en 2011, 6,2% en 2012, et 5,5% en 2013.

3.3 Indice des valeurs unitaires à l'importation du Maroc

Selon les dernières données disponibles, l'indice des prix à l'importation (IPM) hors énergie a accusé en janvier 2012 une baisse mensuelle de

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



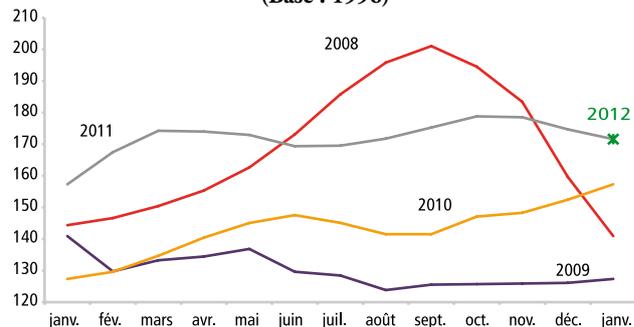
Source : Banque mondiale

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

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

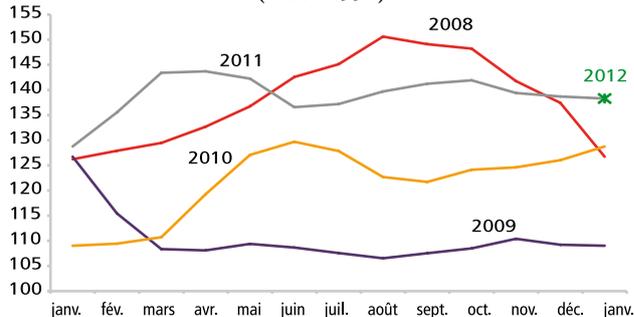
Sources : FMI, Eurostat

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



Sources : OC et calculs BAM

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



Sources : OC et calculs BAM

1,8%, au lieu de celle 2,2% observée au mois de décembre. Ainsi, l'IPM des produits alimentaires a diminué de 1,2% d'un mois à l'autre, contre 7,1% un mois auparavant, sous l'effet notamment des replis respectifs de 2,4% et de 1,4%, du prix unitaire moyen à l'importation du blé et de celui du maïs.

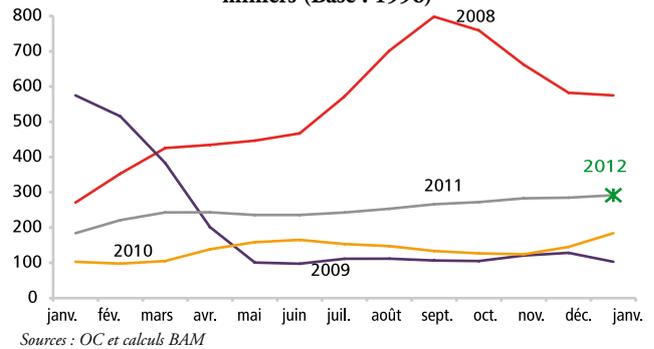
De même, l'IPM des demi-produits a marqué un fléchissement de 0,3%, au lieu de celui de 0,5% observé le mois précédent, en liaison notamment avec le recul de 1,1% du prix unitaire moyen à l'import des matières plastiques.

En revanche, l'IPM des produits miniers a augmenté de 2,4%, au lieu de 0,7% en décembre. Cette évolution s'explique essentiellement par la hausse de 4,6% du prix unitaire moyen à l'importation du soufre brut.

En glissement annuel, l'IPM hors énergie a enregistré une augmentation de 9,1%, contre 23,5% un an auparavant. L'IPM des produits miniers s'est accru de 58,4%, en relation principalement avec la hausse de 84,4% du prix unitaire moyen à l'importation du soufre. Pour sa part, l'IPM des produits alimentaires a connu une progression de 3,1%, attribuable notamment à l'accroissement de 9,63% du prix unitaire moyen à l'importation du maïs. Parallèlement, l'IPM des demi-produits a crû de 7,4%, en liaison notamment avec la croissance de 11,6% du prix unitaire moyen à l'importation du papier et carton.

L'ensemble de ces éléments confirment la modération des tensions inflationnistes émanant des prix à l'importation des matières premières. Concernant les perspectives d'évolution des prix de ces dernières, elles demeurent orientées à la baisse.

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



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

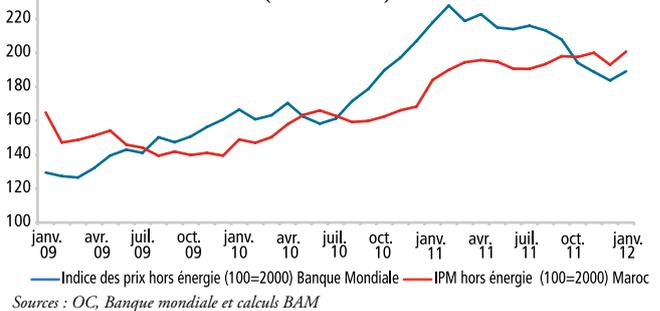
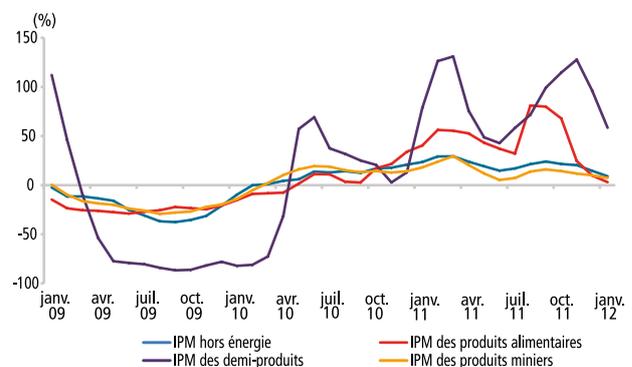


Tableau 3. 7 : Evolution de l'IPM

	Variation mensuelle en %			Variation annuelle en %		
	nov. 11	déc. 11	janv. 12	nov. 11	déc. 11	janv. 12
IPM hors énergie	-0,2	-2,2	-1,8	20,4	14,6	9,1
IPM alimentaires	-23,8	-7,1	-1,2	24,6	9,8	3,1
IPM demi-produits	-1,8	-0,5	-0,3	11,8	10,0	7,4
IPM miniers	3,9	0,7	2,4	127,8	96,3	58,4

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

Graphique 3.25 : Evolution des IPM, en glissement annuel



4. CONDITIONS MONÉTAIRES ET PRIX DES ACTIFS

Les dernières données disponibles font apparaître une stabilité du rythme de progression annuel de l'agrégat M3, qui s'est maintenu à 5,7% entre le quatrième trimestre 2011 et le mois de janvier 2012. Dans ces conditions, l'écart monétaire est demeuré négatif. Parallèlement, le taux de croissance annuel du crédit bancaire a connu une accélération de 8,1% au dernier trimestre 2011 et de 10,6% en janvier 2012, après 7% au troisième trimestre, attribuable principalement à un effet de base, lié à la forte baisse mensuelle, observée une année auparavant, ainsi qu'à des opérations de prêts à caractère ponctuel, effectuées en décembre 2011. Concernant les taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib, auprès des banques, indiquent une augmentation de 34 points de base du taux moyen pondéré du crédit pour le quatrième trimestre 2011, reflétant la hausse des taux appliqués aux différentes catégories du crédit bancaire, en particulier ceux assortissant les facilités de trésorerie. Quant au taux de change effectif du dirham, il s'est apprécié de 0,38% d'un trimestre à l'autre en termes nominaux, tandis qu'en termes réels, il s'est déprécié de 0,55%, en raison d'un taux d'inflation au Maroc globalement inférieur à celui des principaux pays partenaires et concurrents. S'agissant de l'indice des prix des actifs immobiliers, il a accusé un repli de 0,4% entre le troisième et le quatrième trimestre 2011 contre une progression de 1,2% un trimestre auparavant. En glissement annuel, il s'est accru à un rythme plus rapide que celui observé le trimestre précédent, soit 2,9% au lieu de 1,1%.

Globalement, les évolutions récentes des conditions monétaires et des prix des actifs, en particulier immobiliers, laissent apparaître l'absence de pressions inflationnistes à moyen terme d'origine monétaire.

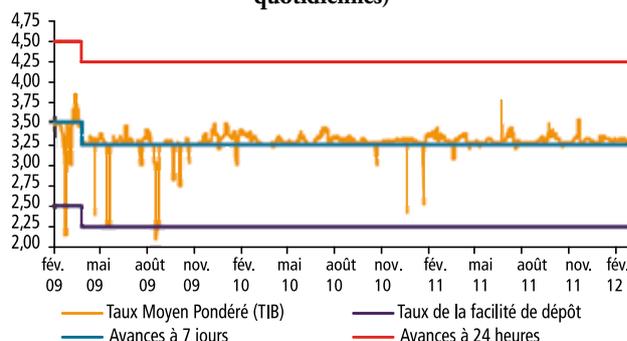
4.1 Conditions monétaires

4.1.1 Taux d'intérêt

Dans un contexte caractérisé par une prévision centrale durablement en ligne avec l'objectif de stabilité des prix et une balance des risques orientée à la baisse, en liaison avec les évolutions observées au niveau international, le Conseil a décidé, lors de sa dernière réunion du 20 décembre 2011, de maintenir le taux directeur inchangé à 3,25%. Dans ces conditions, le taux au jour le jour sur le marché monétaire interbancaire s'est établi à 3,30% en moyenne entre janvier et février 2012, soit une hausse d'un point de base par rapport au trimestre précédent.

Dans ce contexte, les taux des bons du Trésor à court et à moyen termes, émis sur le marché primaire, se sont accrus dans l'ensemble au quatrième trimestre 2011 et en janvier 2012. S'agissant des rendements des bons du Trésor à long terme, ils ont continué leur tendance haussière, entamée au troisième trimestre 2011, avec toutefois une quasi-stagnation des taux des bons à 15 ans en janvier 2012. Sur le marché secondaire, l'augmentation des taux assortissant les différentes maturités, observée au quatrième trimestre, s'est poursuivie au cours des deux premiers mois de l'année 2012.

Graphique 4.1 : Evolution du taux interbancaire (données quotidiennes)



L'observation du mois de février correspond à la moyenne quotidienne de la période du 1^{er} au 29 février 2012

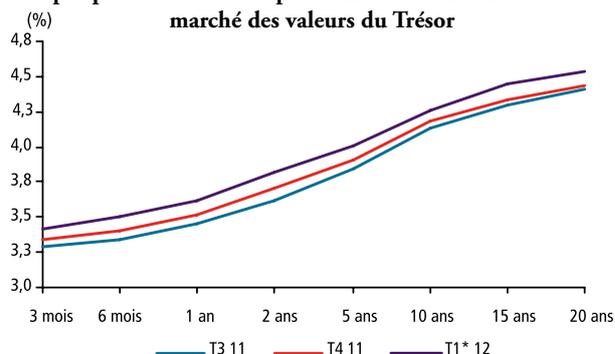
Tableau 4.1 : Evolution des taux de rendement des bons du Trésor sur le marché primaire

	2010		2011				janv.12
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	
21 jours	-	-	-	-	3,28	-	-
13 semaines	-	3,29	3,31	3,30	3,30	3,34	3,39
26 semaines	3,41	3,33	-	-	3,33	3,33	-
52 semaines	3,49	3,48	3,46	3,45	3,46	3,49	-
2 ans	3,68	3,62	3,63	3,61	3,61	3,71	3,80
5 ans	3,90	3,85	3,85	3,84	3,85	3,91	3,99
10 ans	4,17	4,15	4,13	4,12	4,13	4,20	-
15 ans	-	4,34	4,32	4,33	4,34	4,45	4,44

Au niveau des taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois s'est accru de 12 points de base, entre le quatrième trimestre et les deux premiers mois de l'année 2012. Cette augmentation, qui a concerné aussi bien le taux des dépôts à 6 mois que celui des dépôts à un an, traduit l'objectif des banques d'attirer davantage de ressources dans un contexte marqué par un besoin structurel en liquidité.

Pour ce qui est des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques, pour le quatrième trimestre 2011, indiquent une progression de 34 points de base du taux moyen pondéré du crédit bancaire, qui s'est élevé à 6,65%. Cette évolution traduit l'augmentation des taux appliqués aux différentes catégories du crédit bancaire, en particulier ceux relatifs aux prêts de trésorerie et à l'équipement.

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



* L'observation du premier trimestre 2012 correspond à la moyenne quotidienne de la période du 1^{er} janvier au 29 février 2012.

Source : BAM

Tableau 4.2 : Taux créditeurs (placements à terme)

	2010		2011		2012*		
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
6 mois	3,32	3,33	3,28	3,34	3,33	3,35	3,51
12 mois	3,71	3,77	3,79	3,72	3,78	3,74	3,90
Moyenne pondérée	3,59	3,60	3,60	3,55	3,63	3,59	3,72

*Les données du premier trimestre 2012 correspondent à la moyenne de janvier et février 2012.

Source : BAM

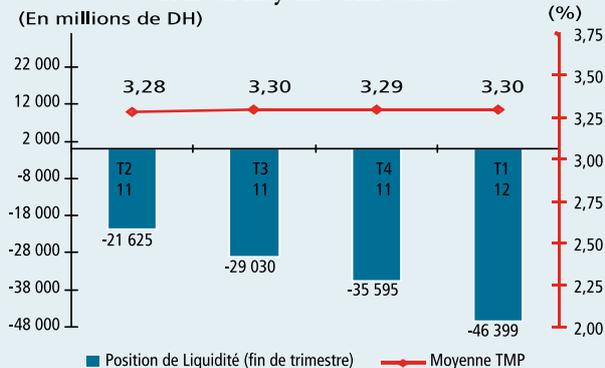
Encadré 4.1 : Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire

Au cours du dernier trimestre de l'année 2011, le déficit de liquidité des banques s'est creusé de 6,6 milliards de dirhams par rapport à la fin du trimestre précédent (passant de 29 Milliards à 35,6 milliards de dirhams) sous l'effet restrictif lié à la conjonction de la baisse des avoirs extérieurs et de l'augmentation de la circulation fiduciaire.

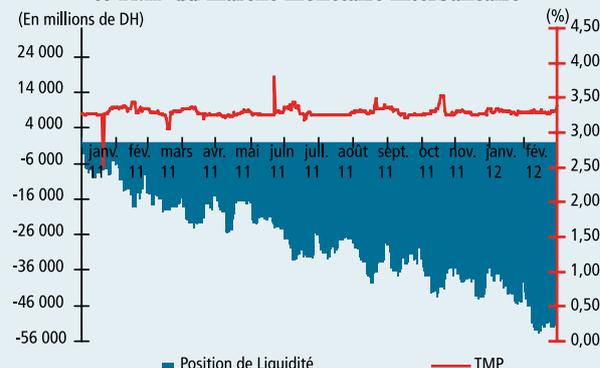
En effet, les opérations sur devises ont induit une ponction de liquidité de 7,2 milliards de dirhams en raison de l'accélération du rythme des achats de devises par les banques commerciales (14,6 milliards de dirhams), partiellement compensée par le reflux des billets de banque étrangers (7,5 milliards de dirhams). De même, les retraits nets de monnaie fiduciaire ont atteint 2,9 milliards de dirhams attribuables majoritairement aux retraits précédant l'Aïd Al-Adha.

En revanche, les opérations du Trésor (hors interventions sur le marché monétaire) ont été à l'origine d'une injection de liquidité de 3 milliards de dirhams : Les remboursements des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (17,8 milliards de dirhams), le règlement des salaires des fonctionnaires (15,6 milliards de dirhams), la pension des retraités (3,6 milliards de dirhams) et les dépenses de compensation (12,9 milliards de dirhams), ont été partiellement compensés par les souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (34,5 milliards de dirhams) ainsi que par l'encaissement des recettes fiscales.

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



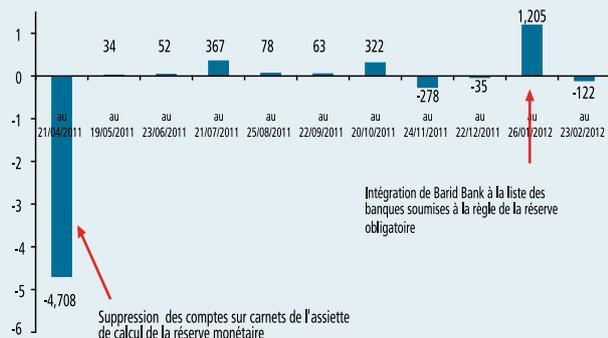
Graphique E 4.1.2 : Position de liquidité et TMP du marché monétaire interbancaire



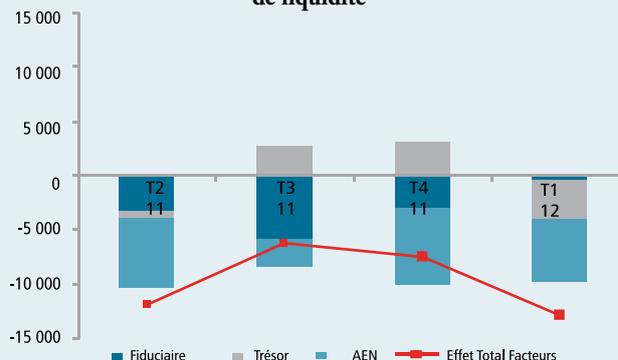
1 Position de Liquidité = Solde des Banques – Réserves Obligatoires +/- Interventions de Bank Al-Maghrib +/- Interventions du Trésor sur le marché monétaire

Au cours du premier trimestre 2012⁽²⁾, l'insuffisance des trésoreries bancaires s'est amplifiée d'un montant de 10,8 milliards de dirhams, en raison de la poursuite de l'évolution restrictive de l'ensemble des facteurs autonomes (-12,8 milliards de dirhams).

Graphique E 4.1.3 : Variation des réserves obligatoires



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



En effet, les opérations sur avoirs extérieurs ont induit une ponction de liquidité de 6 milliards de dirhams résultant de la différence entre les achats de devises par les banques commerciales qui ont totalisé 10,2 milliards de dirhams et les cessions de billets de banque étrangers qui ont atteint 4,3 milliards de dirhams. De même, les opérations du Trésor (hors interventions sur le marché monétaire) ont impacté négativement les trésoreries bancaires de 3,5 milliards de dirhams du fait de la différence entre d'une part, les souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (18,6 milliards de dirhams) et l'encaissement des recettes fiscales et d'autre part, les remboursements des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (10,6 milliards de dirhams), le règlement des dépenses de la compensation (7,5 milliards de dirhams) et le paiement des salaires des fonctionnaires (10,2 milliards de dirhams).

Durant cette période, les interventions du Trésor sur le marché monétaire ont porté sur un encours quotidien moyen de 1,7 milliard de dirhams contre 2,1 milliards de dirhams le trimestre précédent.

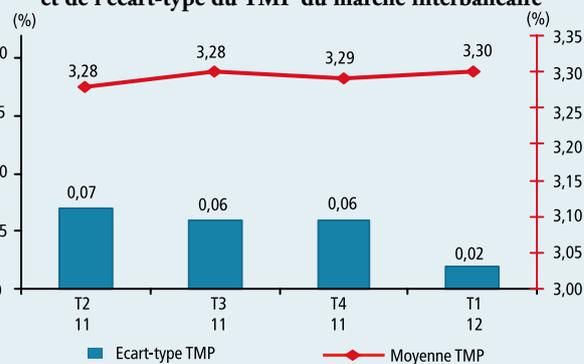
En vue de combler l'insuffisance des trésoreries bancaires qui a atteint en moyenne 45,5 milliards au cours de ce trimestre (contre 37 milliards le dernier trimestre de 2012), Bank Al-Maghrib est intervenue principalement au moyen des opérations d'avances à 7 jours pour un montant quotidien moyen de 28,9 milliards de dirhams contre 26,6 milliards le trimestre précédent. La Banque centrale a également procédé au renouvellement des deux opérations de refinancement à 3 mois, initiées au cours du 4^{ème} trimestre 2011 et arrivées à échéance le 5 janvier et le 23 février 2012, maintenant ainsi l'encours de ses interventions de long terme à 15 milliards de dirhams.

Au cours du premier trimestre de l'année 2012, le TMP du marché monétaire s'est établi en moyenne à 3,30%, en hausse d'un point de base par rapport au niveau enregistré durant le trimestre précédent. En outre, la volatilité du TMP a baissé de 4 points de base par rapport au niveau enregistré durant le 4^{ème} trimestre 2011 pour s'établir à 2 points de base.

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



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



² T1 2012 : le premier trimestre de l'année 2012 ne comprend que la période allant du 1^{er} janvier au 29 février 2012

4.1.2 Monnaie, crédit et placements liquides

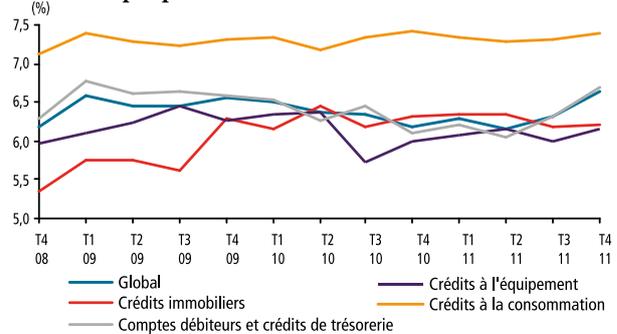
Evolution de M3

Les données relatives au mois de janvier 2012 font ressortir une stabilité du rythme de croissance de la masse monétaire. En conséquence, l'écart monétaire demeure à un niveau négatif, laissant indiquer ainsi l'absence des pressions inflationnistes d'origine monétaire à moyen terme.

En dépit d'un fléchissement mensuel de 1,1% en janvier 2012, l'agrégat M3 s'est accru à un rythme annuel identique à celui observé au quatrième trimestre 2011, soit 5,7%. Cette évolution, qui s'explique en partie par un effet de base lié à la diminution enregistrée un an auparavant, a été accompagnée d'un renforcement de la contribution du crédit bancaire et des créances nettes sur l'administration centrale, à la croissance de la masse monétaire. Les avoirs extérieurs nets, quant à eux, continuent d'impacter négativement la création monétaire.

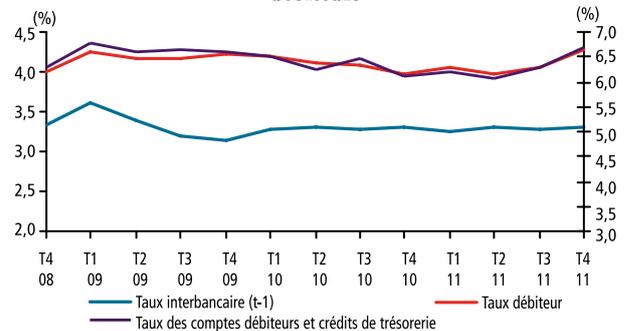
La stabilité du taux de progression de la masse monétaire en janvier recouvre des évolutions différenciées de ses principales composantes. En effet, la monnaie fiduciaire a accusé un repli mensuel ponctuel, ramenant ainsi sa progression annuelle à 8,8% contre 9,3% au quatrième trimestre 2011. Bien qu'en contraction de 2,3%, suite à l'ajustement à la baisse des dépôts à vue de l'ensemble des agents économiques, la monnaie scripturale a enregistré un accroissement annuel de 5,2%, légèrement supérieur au celui de 5% observé au dernier trimestre 2011. Pour leur part, les dépôts à terme ont accusé un recul de 2,1% en glissement annuel, ce qui semble traduire l'importance des transferts au profit des placements alternatifs, particulièrement les titres des OPCVM monétaires. Après des contractions successives durant plusieurs trimestres, ces derniers ont connu un redressement en janvier 2012. Quant aux placements à vue, ils n'ont pas connu de variations significatives entre le dernier trimestre 2011 et janvier 2012.

Graphique 4.3 : Evolution des taux débiteurs*



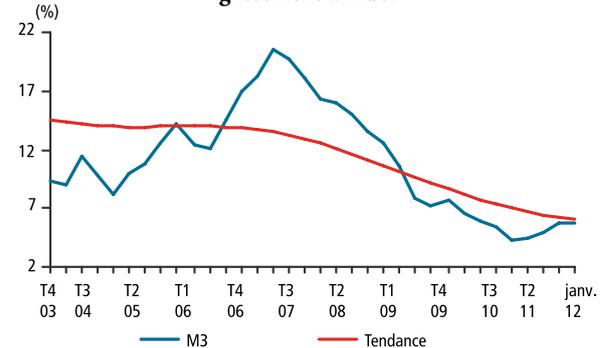
* A partir de T3-2010, l'échantillon de l'enquête a été élargi à 80% des crédits distribués à la clientèle non financière (voir note méthodologique publiée sur le site de Bank Al-Maghrib)
Source : Enquête trimestrielle de BAM auprès des banques

Graphique 4.4 : Evolution du taux interbancaire et des taux débiteurs



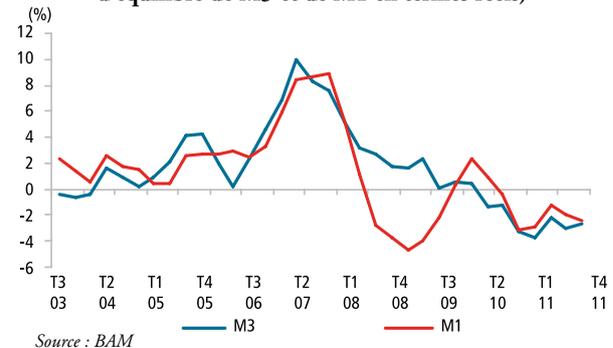
Source : BAM

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



Source : BAM

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



Source : BAM

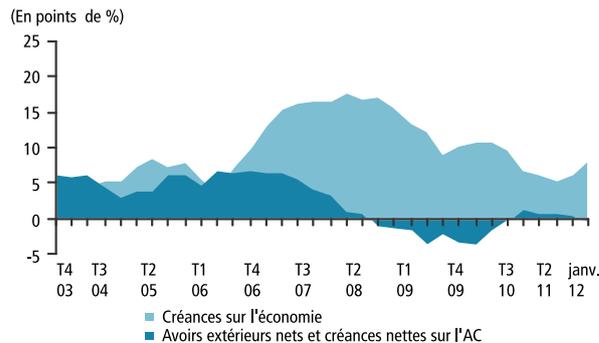
Par agent économique, la modération de la progression des dépôts inclus dans l'agrégat M3 est imputable à la faible contribution de l'ensemble des déposants à l'exception des entreprises non financières privées. Ces dernières, en dépit d'une diminution mensuelle en janvier, ont vu leurs dépôts s'accroître de 11,7% en glissement annuel au lieu 3,6% un trimestre auparavant. A l'inverse, le taux de croissance annuel des avoirs des ménages a de nouveau ralenti, revenant à 6,1% après 7% au quatrième trimestre. Concernant les dépôts du secteur public et ceux des sociétés financières, ils ont poursuivi leur orientation baissière observée durant les derniers mois.

Crédit

Les dernières données disponibles relatives au mois de janvier 2012, révèlent une accélération du rythme de croissance annuel du crédit bancaire, attribuable principalement à un effet de base, lié à la forte diminution observée une année auparavant, ainsi qu'à certaines opérations de prêts à caractère ponctuel, effectuées en décembre 2011. En effet, le taux de progression annuel du crédit bancaire s'est situé à 10,6%, après 8,1% au quatrième trimestre 2011 et 7,1% en moyenne de l'année écoulée. Toutefois, en variation mensuelle, le crédit bancaire s'est contracté de 0,8% en janvier 2012, contre une augmentation de 2,9%, un mois auparavant.

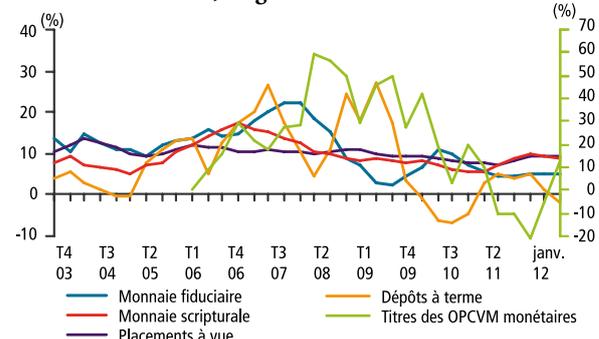
Par objet économique, l'évolution du crédit bancaire résulte essentiellement de l'accélération du rythme de croissance annuel des facilités de trésorerie et, dans une moindre mesure, de celui des prêts à l'équipement. En effet, les crédits de trésorerie ont enregistré une hausse annuelle de 20,4% en janvier 2012, après 15,4% au quatrième trimestre 2011, traduisant un effet de base, lié au net fléchissement observé durant la même période de l'année précédente. Dans le même temps, le taux de progression des crédits à l'équipement s'est élevé à 3,8% contre 2,9% en moyenne des trois derniers

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



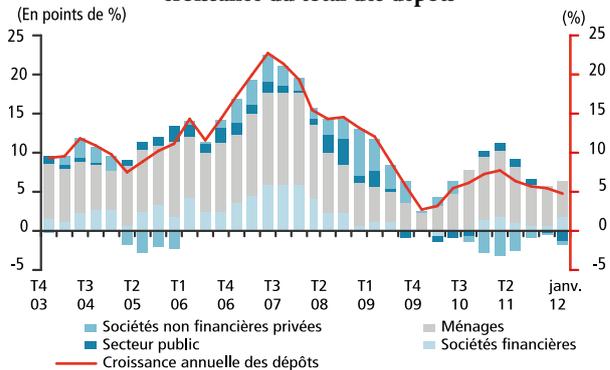
Source : BAM

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



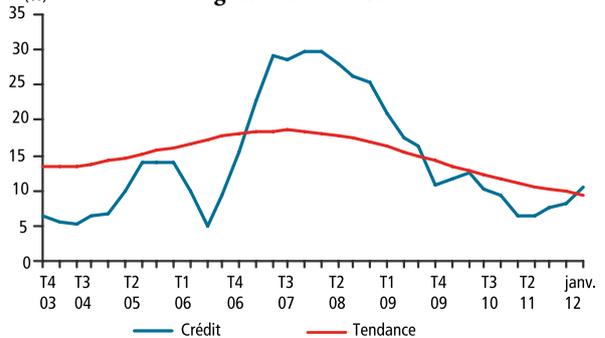
Source : BAM

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



Source : BAM

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



Source : BAM

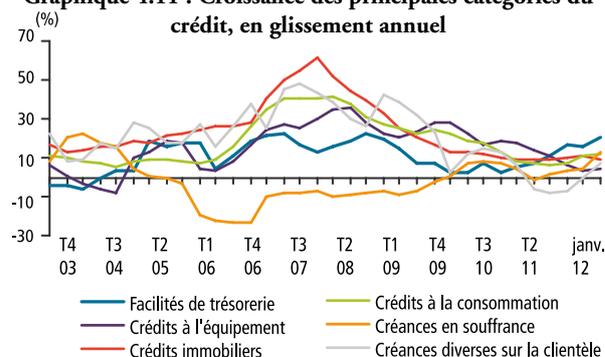
mois de l'année 2011. Pour ce qui est des crédits à la consommation, leur taux d'accroissement annuel est resté quasi-stable à 11,5%. En revanche, les prêts immobiliers ont enregistré une augmentation annuelle de 9,1%, après 10,6% au quatrième trimestre 2011, reflétant essentiellement le ralentissement du rythme d'accroissement des crédits aux promoteurs. S'agissant des créances diverses sur la clientèle et de celles en souffrance, l'accélération de leur taux de croissance demeure attribuable à des effets de base liés aux baisses observées une année auparavant. Elles ont ainsi augmenté respectivement de 7,5% et de 13,2%.

L'analyse par agent économique indique que l'évolution ascendante du crédit a concerné essentiellement les concours destinés au secteur public, dont le taux de progression annuel s'est établi à 54,9% en janvier, contre 21,8% au quatrième trimestre 2011. Aussi, leur contribution à la croissance du crédit global s'est située à 2,2 points de pourcentage, au lieu d'un point de pourcentage le trimestre précédent. Parallèlement, les crédits alloués aux autres sociétés financières ont enregistré une hausse de 12,4% en janvier, reflétant toujours l'effet de base lié au fléchissement observé une année auparavant. En revanche, le taux d'accroissement des prêts accordés aux ménages a reculé à 2,7% en janvier, contre 6,6% le trimestre précédent, ramenant ainsi leur contribution à la progression du crédit global à 0,9 point de pourcentage. Pour ce qui est des prêts destinés aux sociétés non financières privées, ils se sont accrus de 12,7% contre 10,4% au quatrième trimestre 2011, continuant ainsi à représenter la plus forte contribution à la croissance du crédit depuis le début de l'année 2008.

Autres sources de création monétaire

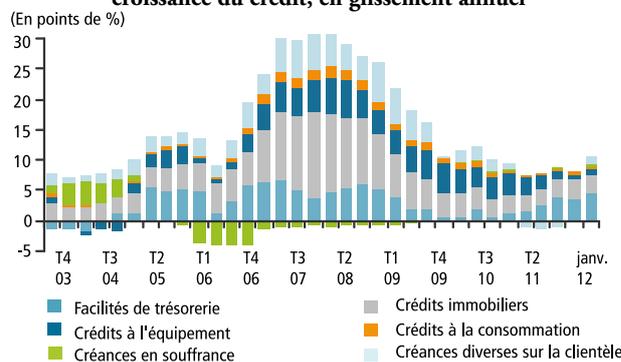
Au cours du quatrième trimestre 2011, les avoirs extérieurs nets ont fléchi de 2,5% par rapport au trimestre précédent et de 9,9% comparativement au niveau observé une année auparavant, suite essentiellement au creusement du déficit commercial. S'inscrivant dans le prolongement de leur tendance baissière, constatée depuis

Graphique 4.11 : Croissance des principales catégories du crédit, en glissement annuel



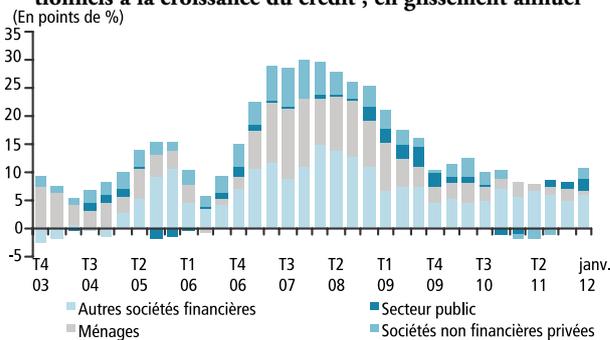
Source : BAM

Graphique 4.12 : Contribution des différentes catégories à la croissance du crédit, en glissement annuel



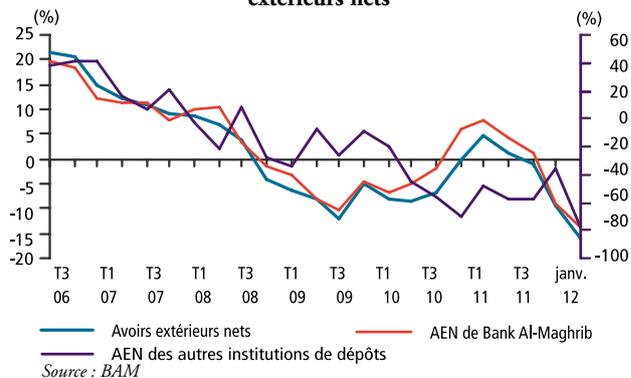
Source : BAM

Graphique 4.13 : Contribution des secteurs institutionnels à la croissance du crédit, en glissement annuel



Source : BAM

Graphique 4.14 : Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets



Source : BAM

août 2011, les réserves de change ont accusé un repli de 16,1% en glissement annuel à fin janvier 2012, traduisant la diminution tant des avoirs extérieurs nets de Bank Al-Maghrib que de ceux des autres institutions de dépôts.

Concernant les créances nettes sur l'administration centrale, elles ont enregistré une augmentation annuelle de 28,6%, après 25,5% au dernier trimestre, poursuivant ainsi leur mouvement haussier entamé depuis la fin de l'année 2010. Cette évolution s'explique principalement par l'accroissement du recours de l'administration centrale aux institutions de dépôts.

Placements liquides

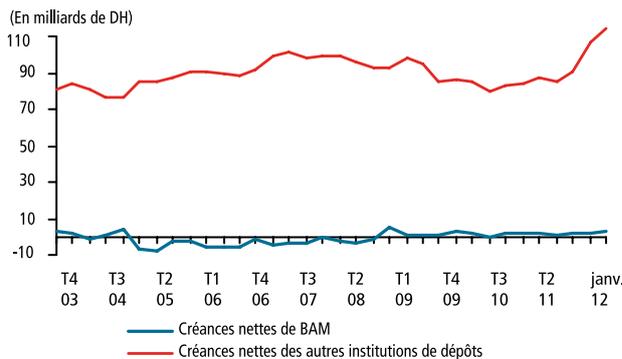
En janvier 2012, les agrégats de placements liquides se sont accrus de 5,8% en glissement annuel au lieu de 8% le trimestre précédent, reflétant une réduction de la contribution de l'ensemble de leurs composantes.

Les titres recensés dans l'agrégat PL1 ont connu une augmentation annuelle limitée à 8,5% en janvier 2012, après 10,5% au quatrième trimestre 2011, en raison principalement de la décélération du taux d'accroissement des placements en bons du Trésor négociables. De même, et dans le prolongement du mouvement du ralentissement, entamé au premier trimestre 2011, les titres des OPCVM obligataires inclus dans l'agrégat PL2, ont crû de 7,4% en janvier contre 7,8% au trimestre précédent, en liaison avec l'impact négatif de l'augmentation des taux d'intérêt assortissant les bons du Trésor sur le marché secondaire. Quant aux titres des OPCVM actions et diversifiés, qui composent l'agrégat PL3, ils ont marqué une diminution annuelle de 14,6% en janvier, après celle de 8,6% au quatrième trimestre, du fait notamment de la poursuite de la baisse des cours sur la bourse de Casablanca.

Taux de change

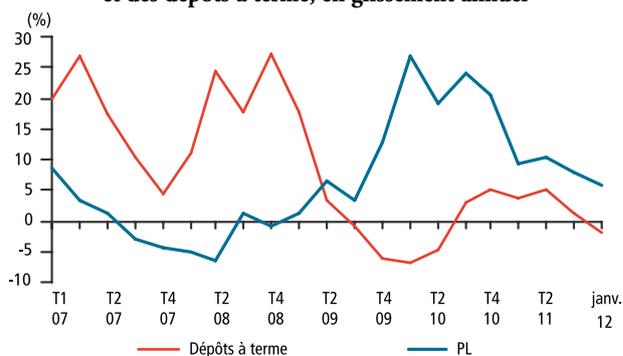
Au cours du quatrième trimestre de l'année 2011 et par rapport au trimestre précédent, la monnaie

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



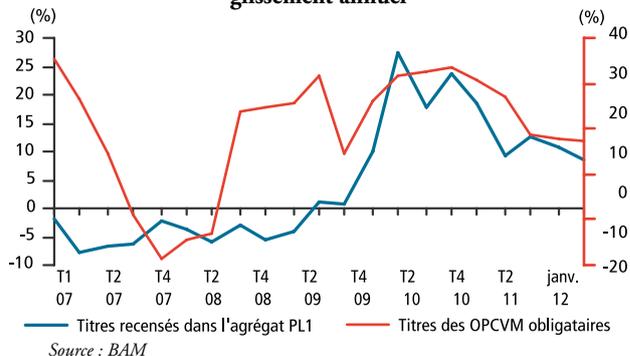
Source : BAM

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



Source : BAM

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



Source : BAM

nationale s'est appréciée de 0,83% face à l'euro. En revanche, elle s'est dépréciée respectivement de 3,80% et de 1,53%, vis-vis du dollar américain et de la livre sterling. Cette évolution s'est poursuivie durant les mois de janvier et février 2012, la valeur du dirham ayant enregistré une hausse de 0,57% contre l'euro et des baisses de 2,54% et de 2,11%, respectivement, par rapport au dollar et à la livre sterling.

Pour sa part, le taux de change effectif nominal du dirham, calculé à partir des taux de change bilatéraux vis-à-vis des principaux partenaires et concurrents du Maroc, s'est apprécié de 0,38% par rapport au trimestre précédent. En termes réels, la monnaie nationale s'est dépréciée de 0,55%, en raison d'un taux d'inflation au Maroc globalement inférieur à celui des principaux pays partenaires et concurrents.

4.2 Prix des actifs

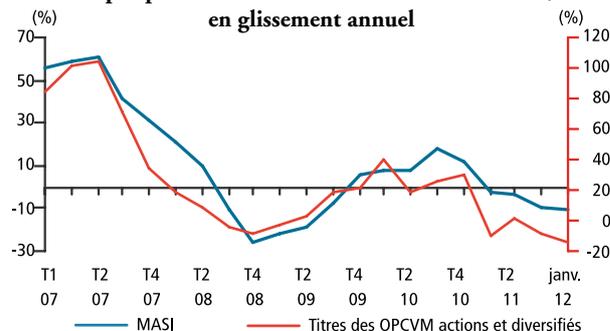
4.2.1 Actifs immobiliers

Au terme du quatrième trimestre 2011, l'indice des prix des actifs immobiliers¹ (IPAI) a accusé une baisse de 0,4%, contre une progression de 1,2% un trimestre auparavant, recouvrant un fléchissement des prix des biens résidentiels et un accroissement de ceux des biens fonciers et commerciaux. D'une année à l'autre, il s'est en revanche accru à un rythme plus rapide que celui observé le trimestre précédent, soit 2,9% au lieu de 1,1%.

Pour ce qui est du nombre des ventes de biens immobiliers immatriculés au niveau de l'ANCFCC, arrêté 35 jours après la fin du quatrième trimestre, il a poursuivi son orientation à la hausse, atteignant 25 952, soit une croissance de 5,4% d'un trimestre à l'autre et de 24,9% en glissement annuel. Cette évolution reflète la progression des ventes de l'ensemble des catégories de biens, à un rythme plus marqué pour les appartements.

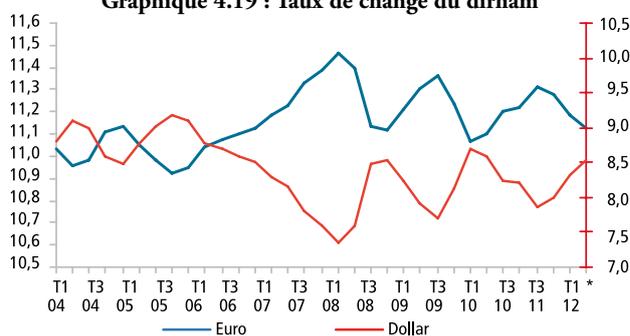
¹ L'indice des prix des actifs immobiliers (IPAI) élaboré conjointement par Bank Al-Maghrib et l'Agence Nationale de la Conservation Foncière, du Cadastre et de la Cartographie, a fait l'objet depuis le 15 mars 2010 d'une publication trimestrielle sur les portails des deux institutions : www.bkam.ma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

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



Source : BAM et Bourse de Casablanca

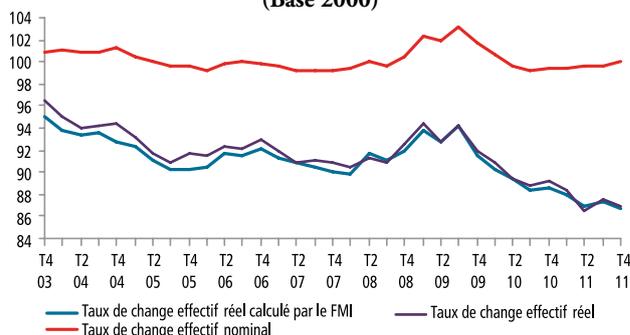
Graphique 4.19 : Taux de change du dirham



*L'observation du premier trimestre 2012 correspond à la moyenne arithmétique des données du 1er janvier au 24 février 2012.

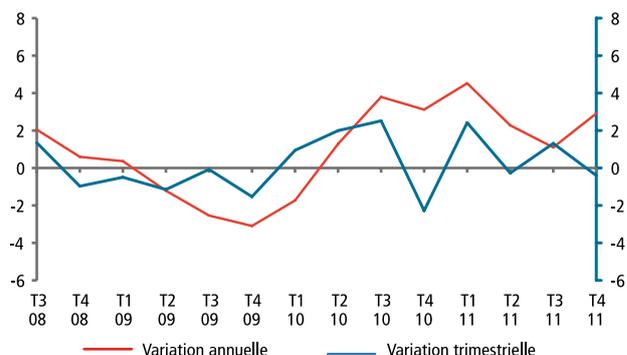
Source : BAM

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



Source : FMI et Calculs de BAM

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



Dans le même temps, les crédits à l'habitat, chiffrés à 136,1 milliards de dirhams, se sont accrus au dernier trimestre 2011 à un rythme annuel comparable à celui observé le trimestre précédent, soit 11,1%. Pour sa part, l'indice boursier du secteur immobilier s'est de nouveau contracté en comparaison annuelle, accusant un repli de 32,7% après 23,7% un trimestre auparavant.

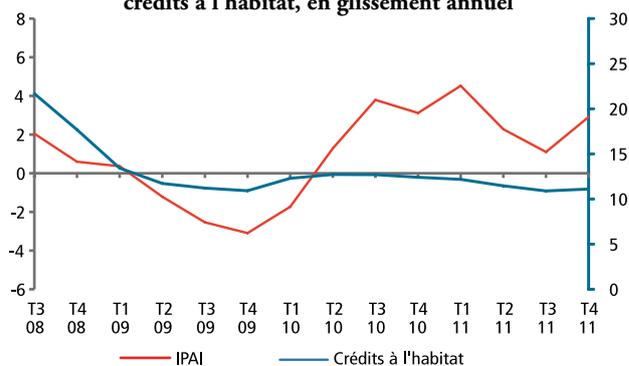
4.2.2 Cours des actions

La tendance baissière qui a caractérisé l'évolution des cours depuis le début de l'année 2011 s'est poursuivie au quatrième trimestre, l'indice MASI ayant fléchi de 3,8% par rapport au trimestre précédent et de près de 13% d'une année à l'autre. En revanche, le début de l'année 2012 a été marqué par une orientation à la hausse des principaux indicateurs boursiers. En effet, à l'issue du mois de février, l'indice MASI a marqué une appréciation mensuelle de 1,7%, portant sa performance depuis le début de l'année à 3,4%. De même, l'indice du secteur immobilier, en diminution de 10,1% au quatrième trimestre 2011, a augmenté de 1,6% en glissement mensuel.

Au niveau des indices sectoriels, les cours ont connu des évolutions divergentes à fin février 2012. Les indices relatifs aux secteurs des bâtiments et matériaux de construction et aux assurances ont réalisé les plus importantes performances mensuelles, soit 8,8% et 5,4% respectivement. Pour leur part, les indices des secteurs immobilier et bancaire se sont appréciés de 1,6% et de 1,4%, alors que ceux du pétrole et gaz et des équipements électroniques et électriques n'ont pas enregistré de variations significatives d'un mois à l'autre. Quant aux pertes de valeurs, elles ont été comprises entre 0,3% pour le secteur des télécommunications et 9% pour celui de la sylviculture et papiers.

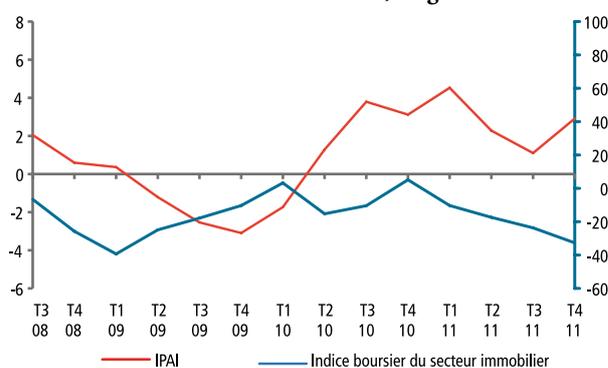
Reflétant principalement les évolutions des cours, la capitalisation boursière a progressé de 1,3% entre janvier et février, atteignant 530 milliards de dirhams au lieu de 516,2 milliards au dernier trimestre 2011.

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



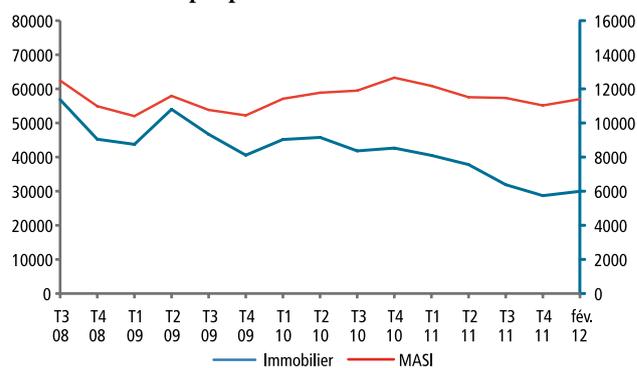
* Compte non tenu de crédits destinés à la promotion immobilière
Source : BAM et ANCFCC

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



Source : BAM, ANCFCC et Bourse de Casablanca

Graphique 4.24 : Indices boursiers



Source : Bourse de Casablanca

Tableau 4.3 : Valorisation du marché des actions

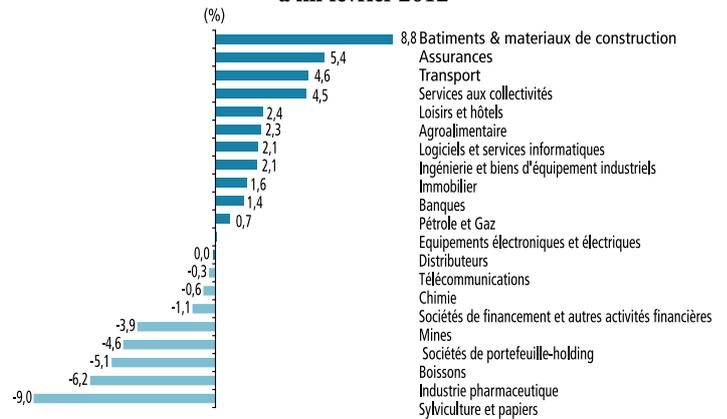
PER	T3 : 10	T4 : 10	T1 : 11	T2 : 11	T3 : 11	T4 : 11	fév. 12
Argentine	11	12,6	13,5	10,9	9,7	8,9	9,4
Brésil	14,4	14,3	13,1	11,8	11	11,2	12,1
Mexique	14,3	15,9	14,7	13,3	12,8	13,8	17,6
Turquie	11,8	12,7	11	11,9	10,2	10,4	10,9
Maroc	17,7	19,1	16,6	16,1	16,9	16,3	15,3

Sources : Datastream, CFG

Dans ce contexte, le PER¹ de la place de Casablanca s'est établi à 15,3 à fin février 2012, au lieu de 16,3 et 16,9, respectivement, aux troisième et quatrième trimestres 2011. Il demeure ainsi relativement élevé par rapport à celui des autres marchés de taille comparable.

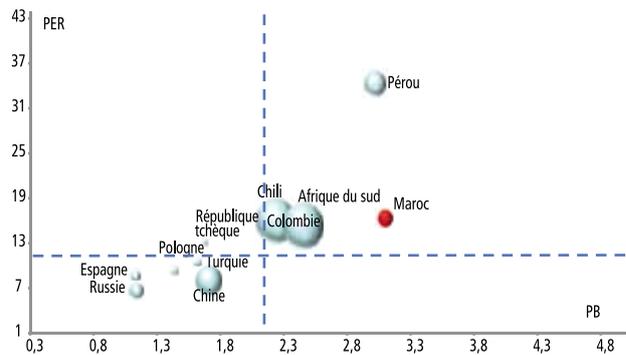
S'agissant de l'activité sur le marché boursier, le volume global de transactions, qui a porté pour l'essentiel sur les actions, a presque doublé au dernier trimestre 2011 pour atteindre 26,5 milliards de dirhams, en liaison principalement avec l'accroissement du volume relatif aux opérations de revalorisation de portefeuille enregistrées en fin d'année. Cette évolution a été suivie d'un ajustement à la baisse en janvier et en février 2012, le volume des transactions s'étant établi à 8,3 milliards de dirhams.

Graphique 4.25 : Performance des indices sectoriels, à fin février 2012



Source: Bourse de Casablanca

Graphique 4.26 : Valorisation du marché boursier au Maroc et dans certains pays émergents(*) à fin décembre 2011



(*) La taille des bulles est en fonction du ratio (capitalisation boursière/ PIB)

Source: Datastream, CFG, et calculs Bank Al Maghrib

¹ PER : Price Earnings Ratio est le rapport entre le cours de bourse d'une entreprise et le bénéfice net par action.

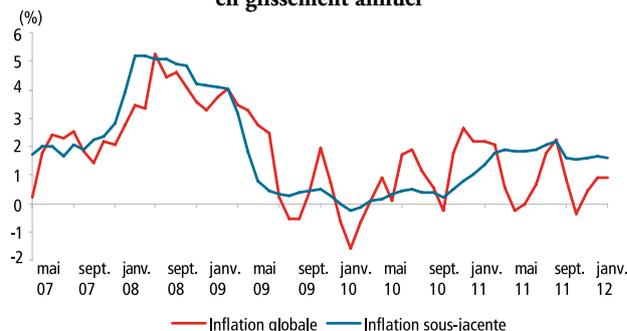
5. ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Les données relatives au quatrième trimestre 2011 et au mois de janvier 2012 ressortent en ligne avec les prévisions publiées dans le dernier Rapport sur la politique monétaire (RPM) qui laissaient indiquer un ralentissement de l'inflation et de l'inflation sous-jacente. Ainsi, l'inflation, mesurée par l'accroissement de l'indice des prix à la consommation (IPC), est restée inchangée à 0,9% entre décembre et janvier, avec une moyenne de 0,4% au quatrième trimestre au lieu de 1,6% un trimestre auparavant et de 0,9% sur l'ensemble de l'année 2011. Abstraction faite des produits alimentaires volatils et des produits à prix réglementés, l'inflation sous-jacente n'a pas varié significativement, se situant à 1,6% en janvier après 1,7% en décembre, sa moyenne au quatrième trimestre s'étant établie à 1,6% après 2% le trimestre précédent et à 1,8% sur l'ensemble de l'année 2011. Son écart absolu par rapport à l'inflation s'est significativement rétréci en janvier à 0,7 point, alors qu'il était de 1,9 point en octobre et de 1,2 point en novembre dernier. L'évolution de l'inflation sous-jacente recouvre une diminution de l'inflation des biens échangeables (IPCXE), en liaison avec le repli des tensions inflationnistes au niveau international, ainsi qu'une légère progression de l'inflation des produits non échangeables (IPCXNE). En effet, l'indice des prix des produits échangeables inclus dans l'IPCX (IPCXE) a enregistré une hausse de 2,6% en janvier contre 3% en décembre, tandis que l'inflation des biens non échangeables (IPCXNE) est passée de 0,2% à 0,5%. L'évolution de l'inflation est également corroborée par celle des prix à la production industrielle qui demeurent plus sensibles aux fluctuations des cours du pétrole et des matières premières non énergétiques importées, revenant de 13,4% en décembre à 7,8% en janvier 2012.

5.1 Evolution de l'inflation

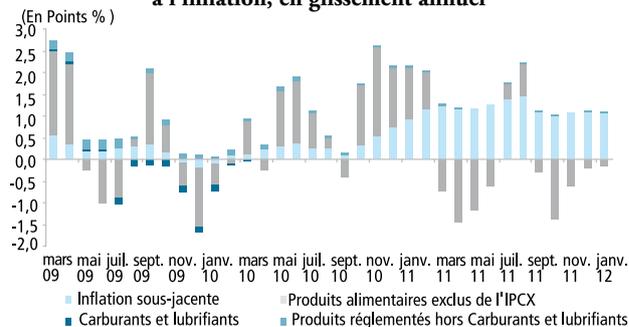
L'absence de pressions significatives de la demande, tant sur le plan interne qu'externe, conjuguée à l'effet exercé par le système de compensation, a contribué à maintenir la hausse des prix domestiques à un niveau relativement modéré au cours des derniers mois. Ainsi, après la baisse observée en octobre, l'inflation, mesurée par la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC), est passée de 0,5% en novembre à 0,9% en décembre et en janvier 2012. L'évolution de l'inflation au cours de la période récente recouvre un recul, de moins en moins marqué, des prix des « produits alimentaires volatils » et de faibles variations de l'inflation sous-jacente autour d'une moyenne de 1,6% entre novembre 2011 et janvier 2012, les prix des produits réglementés n'ayant que légèrement progressé. En effet, le rythme de baisse des prix des produits alimentaires volatils est passé de -4,3% en novembre à -1,3% en janvier, reflétant principalement le fléchissement des prix des légumes frais de 22,7% en novembre, 10,3% en décembre et 9,3% en janvier 2012. La contribution de cette catégorie de produits à l'inflation globale s'est établie à -0,8 point de pourcentage en moyenne au cours de cette

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



Sources : HCP et calculs BAM

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



Sources : HCP et calculs BAM

même période. Pour leur part les produits réglementés ont vu leur tarif augmenter de 0,1% en moyenne entre novembre 2011 et janvier 2012, reflétant principalement la hausse de 0,8% des prix des services ambulatoires. Quant au tarif des carburants et lubrifiants, il est demeuré stable dans un contexte de poursuite du gel du mécanisme d'indexation (Tableaux 5.1 et 5.2).

L'écart absolu entre l'inflation et l'inflation sous-jacente s'est stabilisé à 0,7 point de pourcentage entre décembre et janvier, alors qu'il était de l'ordre de 1,2 point de pourcentage en novembre. L'analyse par grandes composantes du panier de l'indice général indique que la quasi-stagnation de l'inflation sous-jacente au cours des trois derniers mois recouvre, d'une part, une accélération des prix des rubriques « articles d'habillement et chaussures », « restaurant et hôtels » et des service de « transport hors produits réglementés » et, d'autre part, une décélération des prix des « produits alimentaires inclus dans l'IPCX » et des biens appartenant à la rubrique « meuble, article de ménage et entretien courant du foyer ».

5.2 Biens échangeables et Biens non échangeables

L'analyse des prix selon la ventilation échangeables (IPCXE) / non échangeables (IPCXNE), fait ressortir deux évolutions divergentes. D'une part, l'inflation des échangeables a connu un ralentissement, en liaison avec les évolutions des prix au niveau international, en particulier la décélération de l'inflation des pays partenaires. Pour sa part, celle des non échangeables est restée modérée, dénotant de la poursuite de l'absence de tensions inflationnistes significatives d'origine interne (Tableau 5.4).

En effet, après s'être inscrite en accroissement continu depuis novembre 2010, la variation annuelle des prix des biens échangeables

Tableau 5.1 : Inflation et ses composantes

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

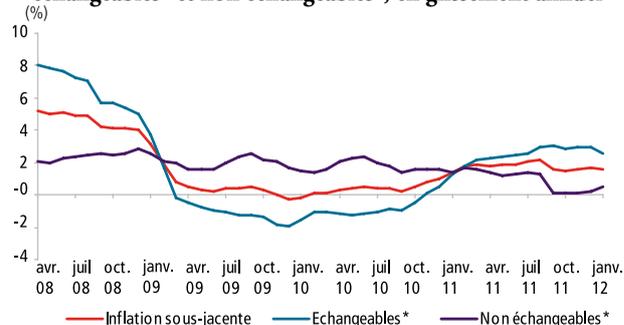
* Hors produits réglementés
Sources : HCP et calculs BAM

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

Produits (Dh/Litre)	janv. 2009	avril 2010	oct. 2010	janv. 2010	avril 2011	oct. 2011	fév. 2012
Super carburant	10,25	10,25	10,25	10,25	10,25	10,25	10,25
Gasol 350/50*	7,15	7,15	7,15	7,15	7,15	7,15	7,15
Fuel industriel (Dh/Tonne)	3074	3074	3074	3 678	3 678	3 678	3 678

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

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



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

Encadré 5.1 : Evolution de l'inflation en 2011

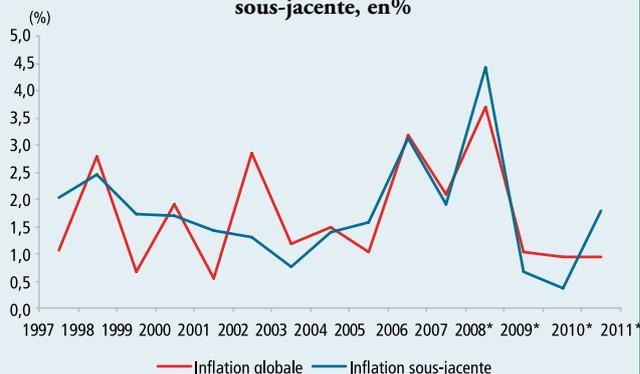
En 2011, l'inflation mesurée par l'accroissement annuel de l'indice des prix à la consommation (IPC) est demeurée inchangée par rapport à son niveau observé en 2010, s'établissant à 0,9%. Cette évolution recouvre une progression de l'inflation sous-jacente (IPCX), une baisse des prix des produits alimentaires volatils et un léger ralentissement des tarifs des produits réglementés.

Concernant l'inflation sous-jacente, elle a graduellement convergé vers sa moyenne de long terme¹ au cours de l'année, ressortant à 1,8% après 0,4% en 2010. La progression ainsi observée reflète les effets divergents d'une hausse de l'inflation des biens échangeables (IPCXE) qui y sont inclus et d'un net ralentissement de celle des biens non échangeables (IPCXNE), lui-même dû à la baisse ponctuelle des tarifs de la rubrique « services de téléphonie et télécopie » en septembre 2011. L'écart absolu entre l'inflation globale et l'inflation sous-jacente s'explique essentiellement par le recul des prix des produits alimentaires volatils.

Parallèlement, les prix des produits réglementés ont de nouveau contribué à contenir les tensions inflationnistes, notamment celles provenant des fluctuations des cours mondiaux des produits de base, leur rythme de progression, hors carburants et lubrifiants n'ayant pas dépassé 0,1%, après 0,4% une année auparavant. Pour leur part, les prix des carburants et lubrifiants n'ont pas connu de variations, parallèlement à la poursuite du gel du mécanisme d'indexation qui isole le marché national des fluctuations des cours mondiaux.

¹ Moyenne entre 1997 et 2010 de 1,8%

Graphique E 5.1.1 : Evolution de l'inflation et de l'inflation sous-jacente, en%



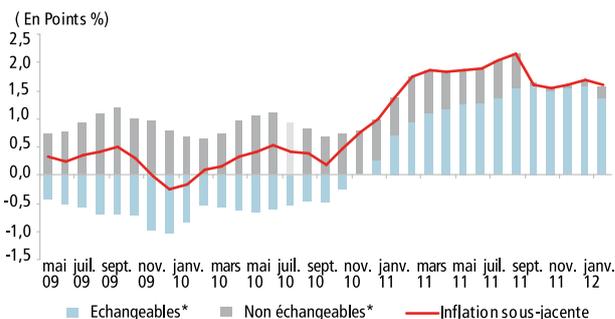
(*) Chiffres basés sur l'indice des prix à la consommation (IPC)
Sources : HCP et calculs BAM

Tableau 5.3 : Evolution des indices des prix des biens échangeables* et non échangeables* inclus dans l'IPCX

	Evolution en variation mensuelle (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	nov. 11	déc. 11	janv. 12	nov. 11	déc. 11	janv. 12
Biens échangeables* inclus dans l'IPCX	0,3	0,3	0,2	3,0	3,0	2,6
Biens non échangeables* inclus dans l'IPCX	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	0,5

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

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



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

(IPCXE) a connu un léger ralentissement en janvier 2012 s'établissant à 2,6% après 3% un mois auparavant. Cette évolution reflète, en grande partie, celle des produits alimentaires de base, notamment les «huiles» et «huile et graisse», dont la contribution à l'inflation des échangeables est évaluée à 0,8 point de pourcentage et, dans une moindre mesure, les produits à base de céréales avec une contribution de 0,4 point de pourcentage (Tableau 5.3).

Pour leur part, les prix des biens non échangeables (IPCXNE) continuent d'enregistrer des rythmes de progression historiquement faibles¹, avec toutefois un léger ajustement à 0,5% en janvier, au lieu de 0,2% en décembre (Tableau 5.3).

¹ Ce rythme faible est dû, en majeure partie, à l'effet de base lié à la forte baisse ponctuelle, en septembre, des tarifs de la composante « service de téléphonie et de télécopie ».

5.3 Biens et services

La ventilation du panier de l'IPC en biens et services montre que l'inflation globale demeure influencée, dans une large mesure, par l'évolution des prix des biens transformés. En effet, les prix de cette catégorie de biens ont vu leur rythme d'accroissement s'établir à 2,1% en janvier 2012, contribuant ainsi à concurrence de 0,9 point de pourcentage à l'inflation au lieu de 1 point un mois auparavant (Tableau 5.5)

Pour leur part, après les baisses successives observées au cours des quatre derniers mois de l'année précédente, les prix des biens non transformés, dont le profil est principalement conditionné par les variations des prix des produits alimentaires volatils, ont enregistré une hausse annuelle de 0,1% en janvier sans contribution significative à la variation de l'inflation globale (Tableau 5.5).

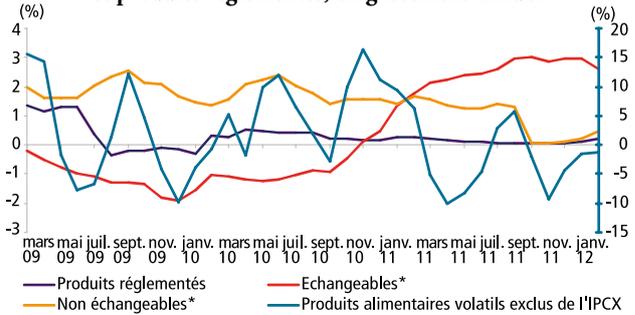
S'agissant des services, leur prix a progressé à un rythme quasi-identique à celui du mois précédent, soit 0,1%. Le prix des carburants et lubrifiants ressort, de son côté, en stagnation depuis juin 2010 par rapport à son niveau observé un an auparavant (Tableau 5.5).

5.4 Indice des prix à la production industrielle

En glissement mensuel, l'indice des prix des industries manufacturières s'est accru de 0,4% en janvier après -0,1% et 1,2% en décembre et en novembre respectivement. Cette évolution est imputable, en grande partie, à celle des prix de la branche de cokéfaction et raffinage du pétrole, en hausse de 1,5% après -0,7% en décembre et 3,2% novembre, sous l'effet de la récente augmentation des cours mondiaux du pétrole.

Hors cokéfaction et raffinage, les prix des industries manufacturières ont accusé un repli de 0,1% entre décembre et janvier, recouvrant

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



* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés

Sources : HCP et calculs BAM

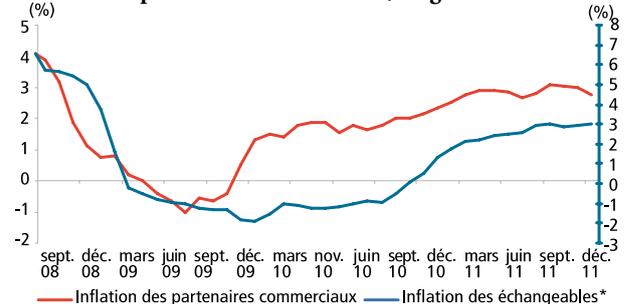
Tableau 5.4 : Contribution des prix des biens échangeables* et non échangeables* à l'inflation globale

	Contributions à l'inflation en variation mensuelle		Contributions à l'inflation en glissement annuel	
	déc. 11	janv.12	déc. 11	janv.12
Produits Exclus de l'IPCX	-0,6	0,1	-0,2	-0,1
Dont :				
Produits réglementés	0,0	0,0	0,0	0,0
Produits alimentaires volatils	-0,6	0,1	-0,2	-0,2
Biens échangeables*	0,1	0,1	1,0	0,9
Biens non échangeables*	0,0	0,0	0,1	0,1

* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés

Sources : HCP et calculs BAM

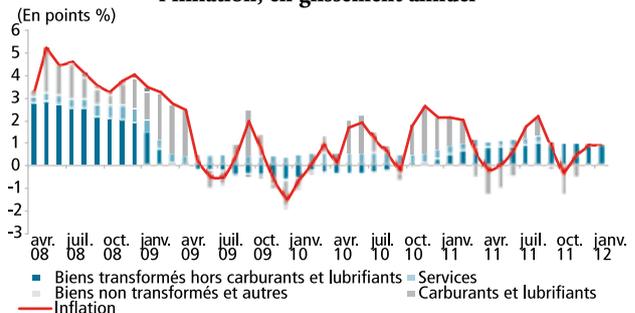
Graphique 5.6 : Evolution de l'inflation des biens échangeables* et celle des partenaires commerciaux, en glissement annuel



* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés

Sources : HCP, IFS et calculs BAM

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



Sources : HCP et calculs BAM

principalement la baisse des prix au niveau des branches «industrie alimentaire» et «fabrication d'autres produits minéraux non métalliques» de 0,2% et 1,9% respectivement et, la hausse de 2,7% des prix au niveau de la branche « travail des métaux ».

En glissement annuel, après avoir atteint son pic en novembre 2011, le rythme annuel des prix à la production a poursuivi son ralentissement, revenant de 15,9% à 13,4% en décembre et 7,8% en janvier 2012. Cette évolution est due, en grande partie, à la nette décélération du rythme annuel des prix de la branche « industrie chimique », à 5,6% au lieu de 39,5% un mois auparavant, en liaison notamment avec la dissipation de l'effet de base observé durant l'année 2011. S'agissant des prix de la branche « cokéfaction et raffinage », leur rythme de progression est passé de 24,3% en décembre à 19% en janvier 2012.

Toutefois, abstraction faite des branches « cokéfaction et raffinage du pétrole » et « industrie chimique », les prix à la production n'ont que légèrement décéléré, revenant à 2,1% en janvier après 2,4% en décembre.

5.5 Anticipations d'inflation

Selon les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib du mois de janvier 2012, les prix des produits industriels ne devraient pas connaître de variations significatives au cours des trois prochains mois¹. Ainsi, le pourcentage des chefs d'entreprises ayant anticipé une stagnation est passé de 61% en décembre 2011 à 88% en janvier 2012, alors qu'il était en moyenne de 73% au cours de l'année 2011. Cette modération se confirme également par la baisse de 28% à 9% de la proportion des chefs d'entreprises ayant tablé sur une hausse des prix industriels (Graphique 5.11).

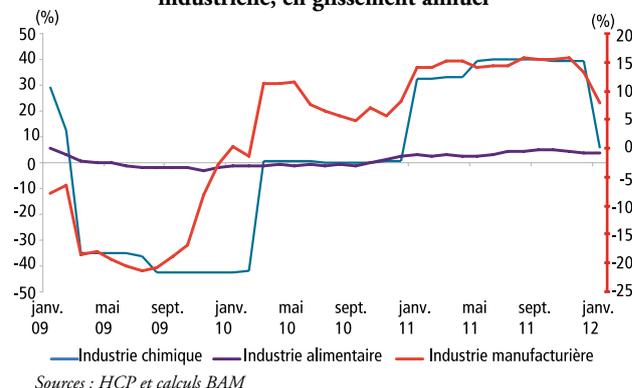
¹ L'horizon des anticipations de l'Enquête de Conjoncture de BAM du mois de janvier 2012 correspond aux mois de février, mars et avril 2012.

Tableau 5.5 : Indices des prix des biens et services

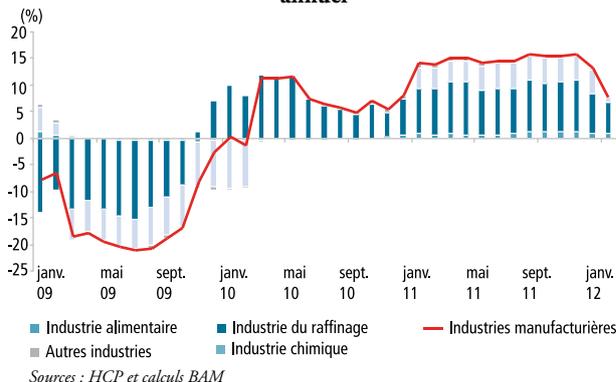
	Evolution en variation mensuelle (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	nov. 11	déc. 11	janv. 12	nov. 11	déc. 11	janv. 12
Biens transformés*	0,3	0,1	0,2	2,4	2,3	2,1
Biens non transformés et autres	-0,2	-2,5	0,5	-2,2	-0,2	0,1
Services	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1
Carburants et lubrifiants	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

* Hors carburants et lubrifiants
Sources : HCP et calculs BAM

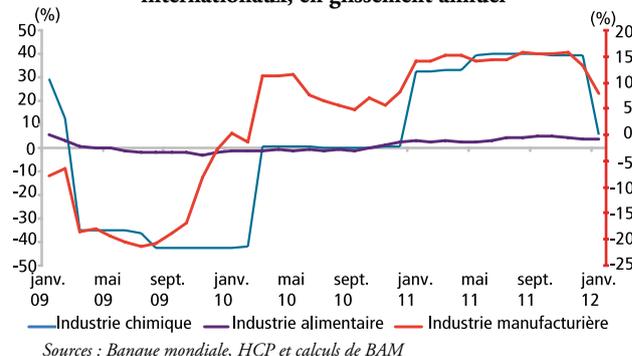
Graphique 5.8 : Evolution des indices des prix à la production industrielle, en glissement annuel



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

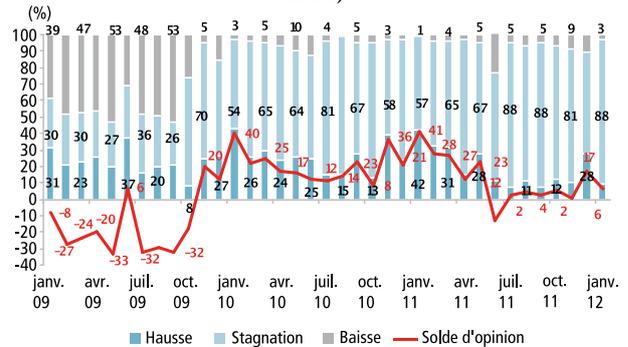


Graphique 5.10 : Evolution des prix à la production de l'industrie alimentaire au Maroc et sur les marchés internationaux, en glissement annuel



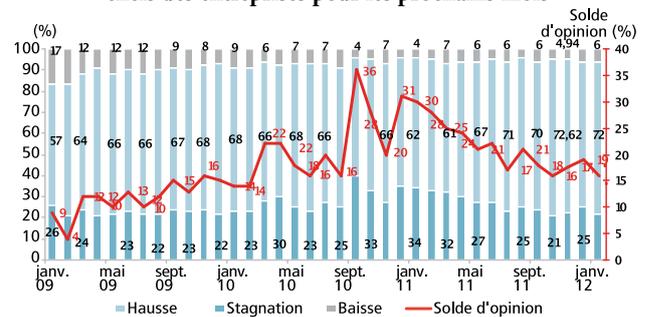
Parallèlement, les résultats de l'enquête font ressortir la poursuite de la modération de l'inflation aux cours des trois prochains mois¹. En effet, le pourcentage des chefs d'entreprises ayant tablé sur une stagnation de l'inflation s'est établi à 72% en janvier 2012, contre une moyenne de 68% durant l'année 2011. Quant au pourcentage des opérateurs ayant anticipé une hausse, il a marqué un léger repli, revenant de 25% à 22% en janvier (Graphique 5.12).

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



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

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



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

¹ L'horizon des anticipations de l'Enquête de Conjoncture de BAM du mois de janvier 2012 correspond aux mois de février, mars et avril 2012

6. PERSPECTIVES DE L'INFLATION

Cette section présente l'évolution de l'inflation jugée la plus probable (prévision centrale) au cours des six prochains trimestres et examine les principaux risques qui lui sont associés (balance des risques). Le scénario de la prévision centrale est donc conditionné par les hypothèses et les évolutions envisagées pour une série de variables affectant l'activité et l'inflation. Sous l'hypothèse de la non-matérialisation des principaux facteurs de risque identifiés, l'évolution de l'inflation à l'horizon des six prochains trimestres reste en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, avec une prévision moyenne de l'ordre de 1,8%. Au cours de l'année 2012, l'inflation devrait se situer autour de 1,7% soit une légère hausse par rapport au taux moyen prévu dans le cadre du dernier Rapport sur la politique monétaire (1,5%). Pour le premier semestre de l'année 2013, la prévision fait état d'un taux d'inflation moyen de 1,9%. Sous l'hypothèse du maintien du prix du gasoil à la pompe à son niveau actuel, la balance des risques pour le présent exercice de prévision est orientée à la baisse, en raison d'un éventuel fléchissement plus accentué des cours des matières premières hors énergie et d'une contraction plus prononcée qu'anticipée de la demande étrangère adressée au Maroc.

6.1 Hypothèses du scénario de base

6.1.1 Environnement international

Après la quasi-stagnation enregistrée chez les pays avancés durant le troisième trimestre de 2011, une décélération de l'activité économique a été observée au quatrième trimestre intensifiant ainsi les risques de survenance d'une nouvelle récession. La croissance des pays émergents s'est quant à elle atténuée en lien, notamment, avec le resserrement des politiques macroéconomiques visant à tempérer les risques de surchauffe et la baisse de l'activité chez les pays développés; néanmoins, sa dynamique demeure toujours vigoureuse.

La décélération de l'activité économique chez les pays de la zone euro est principalement imputable à l'accentuation des vulnérabilités dont elle souffre depuis le déclenchement de la crise grecque, comme en témoignent la persistance des tensions sur les marchés de la dette souveraine et leurs répercussions sur les conditions de crédit. De même, la poursuite du processus d'ajustement des bilans, notamment dans le secteur financier, continue de restreindre l'activité économique.

En ce qui concerne l'économie américaine, celle-ci semble afficher une certaine résilience grâce à la progression favorable des dépenses de consommation et d'investissement du secteur privé, ainsi qu'au redressement du revenu réel disponible des ménages. Dans ce contexte, le taux

de chômage a atteint 8,5% au mois de décembre, alors qu'il s'établissait à 8,7% un mois auparavant.

Ainsi, les économies de la zone euro et des Etats-Unis ont enregistré au 4^{ème} trimestre de 2011 des taux de croissance respectifs de l'ordre de 0,7% et 1,6%, soit une décélération significative dans la zone euro et une légère progression aux Etats-Unis par rapport au 3^{ème} trimestre (1,3% et 1,5% respectivement). Il est à signaler que le taux de croissance de la zone euro dissimule d'importantes disparités. En effet, si l'Allemagne, la France et l'Espagne affichent des taux de croissance positifs (2%, 1,4% et 0,3% respectivement), l'Italie et les pays périphériques de la zone, notamment la Grèce et le Portugal, contribuent significativement à la décélération observée avec des taux respectifs de -0,5%, -7% et -2,7%.

S'agissant des perspectives de croissance, le Fonds Monétaire International, dans son rapport du mois de janvier, prévoit pour l'année 2012 des taux de croissance de l'ordre de 1,8% et -0,5% respectivement pour les Etats-Unis et la Zone euro, soit une importante révision à la baisse pour la zone euro par rapport au taux de croissance présenté dans l'édition de septembre 2011 et qui se chiffrait à 1,1%. Concernant l'année 2013, les taux de croissance anticipés s'établissent à 2,2% pour les Etats-Unis et 0,8% pour la Zone euro.

Les risques entourant l'activité économique chez les pays avancés demeurent orientés à la baisse. A cet égard, la viabilité des finances publiques dans

la zone euro constitue toujours un des risques majeurs. En effet, les politiques de rééquilibrage, bien que nécessaires, sont de nature à restreindre la croissance à court terme en raison de leurs répercussions défavorables sur la demande. D'un autre côté, et à moyen terme, la lenteur du rééquilibrage budgétaire aux Etats-Unis et au Japon pourrait constituer un risque potentiel, étant donné que la dette publique de ces pays atteint des niveaux alarmants. De plus, l'attrait actuel pour leurs obligations souveraines résulte essentiellement de la sévérité de la crise qui frappe la zone euro.

De même, les risques géopolitiques chez quelques pays producteurs de pétrole pourraient induire un renchérissement des cours pétroliers et ce en dépit des perspectives moroses de l'activité économique mondiale, renforçant ainsi les risques de baisse de l'activité.

Au regard de ces évolutions, des taux de croissance pondérés pour nos principaux partenaires commerciaux (Allemagne, Espagne, France, Italie et Royaume Unis) de l'ordre de -0,7% pour l'année en cours et de 0,4% en 2013 ont été retenus dans le cadre du présent exercice de prévision. Comparativement au RPM du mois de décembre (1,2% en 2012 et 1,7% en 2013), ces hypothèses ont été revues significativement à la baisse en lien avec des perspectives économiques internationales beaucoup moins favorables. À signaler que ce taux de croissance est calculé sur la base d'une moyenne pondérée par les parts respectives de ces pays dans notre commerce extérieur.

L'inflation dans la zone euro continue, pour sa part, de se maintenir à des niveaux supérieurs à 2% en raison du renchérissement des prix de l'énergie et des autres matières premières durant les derniers mois. Cependant, et en lien avec les perspectives défavorables entourant l'activité économique dans cette zone, une atténuation de l'inflation est désormais attendue conformément aux anticipations de la BCE qui table, dans son bulletin du mois de février, sur des taux d'inflation de l'ordre de 1,9% et 1,7% respectivement pour 2012 et 2013. Il est à noter que ces chiffres n'ont

pas connu de révisions significatives par rapport aux prévisions présentées dans le RPM précédent.

Les risques pesant sur l'évolution de l'inflation dans la zone euro demeurent équilibrés. En effet, la hausse des prix des produits énergétiques, l'augmentation des prix des produits administrés et l'éventuel relèvement de la fiscalité indirecte sont tempérés par les perspectives d'une croissance économique atone.

S'agissant de l'Euribor trois mois, le scénario central du présent exercice retient comme hypothèse un taux de 0,85% pour le premier semestre de l'année en cours. Ce taux devrait diminuer progressivement pour se situer, en moyenne, à 0,77% au deuxième semestre de 2012. Au premier semestre de 2013, il devrait s'établir à 0,82%.

Enfin, eu égard aux évolutions des cours des matières premières, les prévisions des prix à l'importation hors énergie, incluses dans les modèles de prévision développés par Bank Al-Maghrib, font état d'une baisse plus prononcée en 2012 qu'en 2013.

6.1.2 Environnement national

Conformément aux hypothèses du dernier RPM, l'économie nationale devrait afficher un dynamisme moins favorable au cours de l'année 2012 comparativement à l'année 2011. Cette évolution est imputable à une baisse anticipée de la valeur ajoutée agricole et à un ralentissement de l'activité non agricole en lien avec la détérioration des conditions économiques de nos principaux partenaires commerciaux qui devrait ralentir la demande étrangère adressée au Maroc.

La production céréalière anticipée pour la campagne agricole 2011-2012 a été revue à la baisse comparativement au précédent RPM. En effet, et malgré les bonnes conditions de démarrage qui ont caractérisé la présente campagne, les données pluviométriques arrêtées à fin janvier font état d'une baisse du volume des précipitations de 44% et d'une répartition spatio-temporelle moins favorable par rapport à l'année passée.

Dans ces conditions, une production céréalière de 40 millions de quintaux est désormais anticipée, soit un niveau inférieur à une campagne agricole moyenne (68 millions de quintaux). Par conséquent, la contribution du secteur primaire dans la croissance globale pour l'année en cours serait moins favorable comparativement à l'année passée.

S'agissant de la campagne agricole 2012-2013 et compte tenu du manque de visibilité qui la caractérise, une production céréalière moyenne de l'ordre de 68 millions de quintaux a été retenue dans le scénario central.

Pour sa part, l'activité non agricole en 2012 devrait continuer de tirer profit de la vigueur de la demande intérieure qui demeure le principal moteur de la croissance au Maroc. Ainsi, sous l'effet des revalorisations salariales et d'un comportement favorable des transferts des marocains résidents à l'étranger, la consommation des ménages devrait se maintenir à un rythme soutenu. Toutefois, cette dernière reste tributaire des répercussions potentielles de la présente campagne agricole sur les revenus des ménages ruraux. Enfin, l'investissement global devrait rester dynamique bien qu'un léger repli soit attendu.

Ces perspectives laissent présager un ralentissement de l'activité non agricole durant l'année 2012 avec un taux de croissance compris dans une fourchette allant de 3% à 4%. En conséquence, BAM a revu à la baisse ses prévisions de la croissance économique globale et un taux de croissance inférieur à 3% est désormais anticipé.

Les données disponibles relatives au marché du travail pour le quatrième trimestre 2011 indiquent une baisse du taux de chômage national qui s'est établi à 8,5%, soit une baisse de 0,7% par rapport au dernier trimestre de 2010. Ce léger recul est observé dans les deux milieux de résidence avec une baisse du taux de chômage de 0,7% et 0,8%, respectivement en milieu urbain et rural.

Ainsi, l'ensemble des secteurs productifs ont contribué à la création d'emploi à l'exception du

secteur de l'industrie : l'agriculture, forêt et pêche, les services et le BTP ont enregistré, respectivement, la création nette de 164.000, 97.000 et 62.000 nouveaux postes ; en revanche, le secteur de l'industrie, y compris l'artisanat, a connu une perte de 33.000 postes d'emplois.

Les perspectives d'emploi dans le secteur industriel indiquent une baisse pour le trimestre en cours. En effet, selon l'enquête trimestrielle de conjoncture élaborée par BAM, les industriels prévoient la poursuite de la baisse de l'effectif employé dans les industries mécaniques et métallurgiques et les industries électriques et électroniques. Ces conditions ne devraient toutefois pas peser sur l'évolution future des salaires. Par conséquent, conformément aux décisions prises dans le cadre du dialogue social, le scénario central retient un niveau de SMIG de l'ordre de 11,70 Dh/heure sur les deux premiers trimestres de l'horizon de prévision et de 12,24 Dh/heure à partir du troisième trimestre comme indiqué dans l'exercice précédent.

Par ailleurs, dans un contexte international marqué par une baisse de l'activité économique et en particulier par la récession anticipée dans la Zone euro, le prix du pétrole devrait s'établir selon les dernières prévisions du FMI à 99,09 dollars le baril pour l'année 2012 et à 95,55 dollars en 2013. La Banque Mondiale, quant à elle, table dans son édition de janvier sur des cours de 98,2 dollars le baril pour l'année 2012 et de 97,1 dollars en 2013.

Dans cette perspective, l'hypothèse du maintien du prix du gasoil à la pompe à 7,15 DH le litre est retenue comme scénario central dans cet exercice sur tout l'horizon de prévision. Toutefois, les charges de compensation continueraient d'exercer des pressions sur le déficit budgétaire en 2012.

6.2 Prévision d'inflation et balance des risques

Dans l'hypothèse de la non-matérialisation des principaux risques décrits ci-dessous, la prévision centrale à l'horizon des six prochains trimestres devrait se situer à 1,8%, soit un niveau supérieur

au taux moyen prévu dans le cadre du dernier RPM qui s'établissait à 1,4%. En outre, la prévision de l'inflation pour l'année 2012 fait ressortir un taux moyen de l'ordre de 1,7%, soit un niveau supérieur à 1,5% prévu dans l'exercice précédent.

La prévision de l'inflation devrait se situer, au cours du premier trimestre de l'année 2012, autour de 1,3% au lieu de 1,2% communiqué lors du RPM de l'exercice précédent. Au deuxième trimestre, elle devrait s'établir à un niveau de 1,8% au lieu de 1,5%. Quant au dernier semestre de l'année, les estimations tablent désormais sur un taux moyen de 1,9%, soit une légère révision à la hausse par rapport au dernier RPM (1,7%). La prévision de l'inflation au cours du premier trimestre de l'année 2013 sera de l'ordre de 1,9%, soit à un niveau quasi similaire à celui prévu précédemment (2,1%). Enfin, le taux moyen prévu pour le deuxième trimestre de 2013 est de l'ordre de 1,9% (voir Tableau 6.1).

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

Le fan chart de cet exercice de prévision laisse entrevoir une asymétrie vers le bas, impliquant une probabilité plus élevée de déviation de l'inflation vers un niveau inférieur à celui de la prévision centrale. Cette asymétrie découle des risques désinflationnistes potentiels, liés à une détente des pressions sur les prix à l'importation. En effet, une baisse plus accentuée des cours des matières premières, en lien avec le repli de la demande mondiale, influera sur l'évolution future des prix à l'importation.

La matérialisation d'un ou plusieurs de ces risques pourrait conduire à une déviation du niveau de

l'inflation par rapport à la prévision centrale, avec une valeur comprise (avec une probabilité de 90%) dans la fourchette de prévision représentée sur le fan chart.

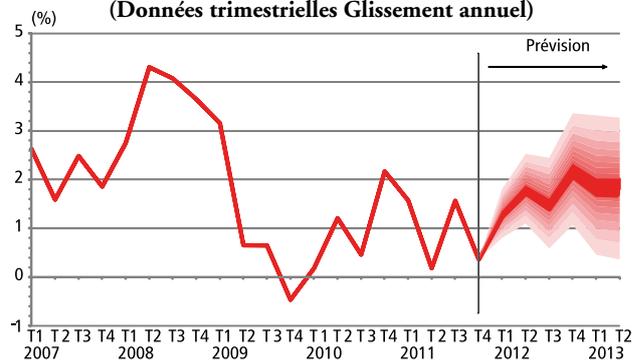
Tableau 6.1 : Prévision de l'inflation pour 2012 T1 –2013 T2

	2012				2013		Moyenne 2012	HP*
	T1	T2	T3	T4	T1	T2		
Prévision centrale (%)	1,3	1,8	1,5	2,2	1,9	1,9	1,7	1,8

(Données trimestrielles, en glissement annuel)

* (HP) Horizon de prévision

Graphique 6.1 : Projections de l'inflation 2012 T1 - 2013 T2 (Données trimestrielles Glissement annuel)



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

بنك المغرب
بنك المغرب

Dépôt légal : 2007/0033

BANK AL-MAGHRIB

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

Tél. :(212) 5 37 57 41 04 / 05

Fax :(212) 5 37 57 41 11

E mail : deri@bkam.ma

www.bkam.ma

بنك المغرب
بنك المغرب