



◆ **RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE** ◆

N° 19 / 2011

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 14 juin 2011





Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 14 juin 2011



بنك المغرب
بنك المغرب

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

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

SOMMAIRE

Liste des graphiques, des tableaux et des encadrés	5
Communiqué de presse	9
Aperçu général	11
1. Orientation de l’offre et de la demande globale	13
1.1 Production	13
1.2 Consommation	17
1.3 Investissement	18
1.4 Commerce extérieur	18
2. Pressions sur les capacités de production et marché du travail	21
2.1 Tensions sur les capacités de production	21
2.2 Tensions sur le marché du travail	22
3. Environnement international et prix à l’importation	25
3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde	25
3.2 Prix des matières premières et de l’inflation	31
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	45
5.1 Evolution de l’inflation	45
5.2 Biens échangeables et biens non échangeables	47
5.3 Biens et services	48
5.4 Indice des prix à la production industrielle	48
5.5 Anticipations d’inflation	49
6. Perspectives de l’inflation	51
6.1 Hypothèses du Scénario de base	51
6.2 Prévision d’inflation et balance des risques	54

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Projections de la croissance T1 2011-T1 2012.....	14
Graphique 1.2	: Projections de la croissance non agricole T1 2011-T1 2012.....	14
Graphique 1.3	: Evolution trimestrielle du produit intérieur brut, de la valeur ajoutée agricole et non agricole	14
Graphique 1.4	: Contributions en points de pourcentage des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance globale.....	14
Graphique E1.1.1	: Cumul décadaire des précipitations.....	15
Graphique E1.1.2	: Nombre de jours des précipitations.....	15
Graphique E1.1.3	: Déficit pluviométrique de la campagne agricole 2010-2011 par station météorologique.....	15
Graphique E1.1.4	: Evolution et prévisions de la production céréalière à fin mai 2011	15
Graphique 1.5	: Evolution en glissement annuel des valeurs ajoutées.....	16
Graphique 1.6	: Evolution, en glissement annuel, de la valeur ajoutée du BTP, des ventes cumulées de ciments et des crédits immobiliers	16
Graphique 1.7	: Production industrielle passée et prévue.....	16
Graphique 1.8	: Contributions des branches d'activités à la croissance globale.....	17
Graphique 1.9	: Évolution trimestrielle en glissement annuel de la consommation finale des ménages, des crédits à la consommation, et des recettes voyages.....	17
Graphique 1.10	: Évolution trimestrielle en glissement annuel de l'investissement total, de la valeur ajoutée non agricole, et des crédits à l'équipement	17
Graphique 1.11	: Évolution du climat général des affaires et des dépenses d'investissement.....	18
Graphique 1.12	: Indicateur composite avancé pondéré des pays partenaires	18
Graphique 1.13	: Cumul des exportations (Variation par rapport à l'année passée).....	18
Graphique 1.14	: Cumul des importations (Variation par rapport à l'année passée).....	19
Graphique 1.15	: Evolution des quantités et des prix du pétrole brut, et du gasoil et fuel, en glissement annuel.....	19
Graphique 1.16	: Evolution des quantités et des prix du phosphate et d'acide phosphorique, en glissement annuel.....	20
Graphique 2.1	: Output-gap non agricole.....	21
Graphique 2.2	: Output-gap non agricole et inflation sous-jacente, en glissement annuel.....	21
Graphique 2.3	: Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie.....	22
Graphique 2.4	: Productivité apparente du travail (PIB non agricole/emploi urbain).....	22
Graphique 2.5	: Evolution des composantes du coût unitaire de production par secteur.....	22
Graphique 2.6	: Croissance non agricole et chômage urbain, T1 2001 - T1 2011	22
Graphique 2.7	: Effectif employé selon les secteurs d'activité	23
Graphique 2.8	: Variation (%) des coûts unitaires de la main-d'oeuvre du secteur manufacturier marocain par rapport à d'autres pays, 2009 T4-2010 T4.....	24
Graphique 2.9	: Variation de l'indice des salaires moyen dans le secteur privé en termes nominal et réel	24
Graphique 2.10	: SMIG en termes nominal et réel	24
Graphique 3.1	: Evolution du spread OIS-LIBOR	25
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.....	26
Graphique 3.4	: Evolution des CDS* dans les pays périphériques de la zone euro.....	26
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	27
Graphique 3.7	: Evolution de l'indice MSCI EM et du MASI.....	27
Graphique 3.8	: Evolution du crédit aux Etats-Unis, dans la zone euro et au Maroc	28
Graphique 3.9	: Evolution du PIB dans le monde, dans la zone euro et les pays partenaires	28
Graphique 3.10	: Evolution du PIB dans les pays émergents (Brésil, Russie, Inde, Chine) et au Maroc	29
Graphique 3.11	: Output-gap des principaux pays partenaires.....	29
Graphique 3.12	: Evolution de l'ISM aux Etats-Unis.....	30
Graphique 3.13	: Evolution du PMI composite et manufacturier dans la zone euro	30
Graphique 3.14	: Evolution du taux de chômage mensuel aux Etats-Unis, dans la zone euro et les pays partenaires	31

Graphique 3.15	: Evolution du taux de variation du chômage pondéré des pays partenaires et du taux de croissance des transferts des MRE	31
Graphique 3.16	: Cours mondial du Brent en dollar	31
Graphique 3.17	: Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie	32
Graphique 3.18	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés.....	33
Graphique 3.19	: Perspectives d'évolution des indices des prix des matières premières	33
Graphique 3.20	: Indice des prix à l'import hors énergie	34
Graphique 3.21	: Indice des prix à l'import des produits alimentaires	34
Graphique 3.22	: Indice des prix à l'import des produits miniers	34
Graphique 3.23	: Evolution de l'indice des prix des matières premières mondial et de l'IPM hors énergie national	35
Graphique 3.24	: 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, en glissement annuel	39
Graphique 4.6	: Excédent monétaire (en % de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en termes réels).....	39
Graphique 4.7	: Contributions des principales contreparties à la croissance de la masse monétaire	40
Graphique 4.8	: Evolution des principales composantes de M3	40
Graphique 4.9	: Contributions des secteurs institutionnels à la croissance du total des dépôts	40
Graphique 4.10	: Croissance du crédit et sa tendance	40
Graphique 4.11	: Contribution des secteurs institutionnels à la croissance du crédit	41
Graphique 4.12	: Croissance des principales catégories du crédit	41
Graphique 4.13	: Contribution des différentes catégories 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,	42
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	43
Graphique 4.23	: Indice des prix des actifs immobiliers et indice boursier du secteur immobilier	44
Graphique 4.24	: Valorisation du marché boursier au Maroc et dans certains pays émergents à fin mars 2011	44
Graphique 4.25	: Evolution des indices sectoriels	44
Graphique 5.1	: Inflation et inflation sous-jacente,	45
Graphique 5.2	: Contributions des principales composantes à l'inflation	46
Graphique 5.3	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables	47
Graphique 5.4	: Contribution des échangeables et des non échangeables à l'inflation sous-jacente	47
Graphique 5.5	: Evolution des prix des biens échangeables et non échangeables et ceux des produits alimentaires volatils et produits réglementés, en glissement annuel.....	47
Graphique 5.6	: Evolution de l'inflation des biens échangeables et celle des partenaires commerciaux	48
Graphique 5.7	: Contributions des prix des biens et services à l'inflation	48
Graphique 5.8	: Evolution des indices des prix à la production industrielle	49

Graphique 5.9	: Contributions des principales rubriques à l'indice des prix à la production manufacturière	49
Graphique 5.10	: Evolution des prix à la production de l'industrie alimentaire au Maroc et sur les marchés internationaux	49
Graphique 5.11	: Evolution des prix des produits industriels pour les trois prochains mois	49
Graphique 5.12	: Anticipations de l'inflation selon les chefs des entreprises pour les prochains mois	50
Graphique 6.1	: Projections de l'inflation 2011 T2 - 2012 T3	55

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1	: Evolution du PIB trimestriel aux prix chaînés	13
Tableau E 1.2.1	: Situation des charges et ressources du Trésor à fin mars, en millions de dirhams.....	18
Tableau 1.2	: Evolution de la balance commerciale au terme des quatre premiers mois de 2011	20
Tableau 2.1	: Indicateurs trimestriels d'activités et de chômage par milieu de résidence	24
Tableau 3.1	: Evolution de la croissance trimestrielle	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 et du gaz naturel	33
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	36
Tableau 4.1	: Evolution des taux de rendement des bons du Trésor sur le marché primaire.....	37
Tableau 4.2	: Taux créditeurs.....	38
Tableau 4.3	: Valorisation du marché des actions.....	45
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.....	48
Tableau 5.4	: Contribution des prix des biens échangeables et non échangeables à l'inflation globale	48
Tableau 5.5	: Indices des prix des biens et services.....	48
Tableau 6.1	: Prévision de l'inflation pour 2011 T2 – 2012 T3	56

LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 1.1	: Prévision de la production céréalière en 2011 sur la base des données disponibles, arrêtées à fin mai 2011.....	15
Encadré 4.1	: Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire	37

بنك المغرب
بنك المغرب

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 14 juin 2011

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu sa réunion trimestrielle le mardi 14 juin 2011.
2. Au cours de cette réunion, le Conseil a analysé et approuvé le Rapport annuel sur la situation économique, monétaire et financière du pays, ainsi que sur les activités de la Banque, relatif à l'exercice 2010.
3. Le Conseil a également examiné l'évolution récente de la situation économique, monétaire et financière, ainsi que les prévisions d'inflation à l'horizon du troisième trimestre 2012.
4. Le Conseil a noté que, depuis sa dernière réunion, l'inflation s'est située à -0,3% en avril en glissement annuel, après 1,6% au premier trimestre. Parallèlement, l'inflation sous-jacente, qui reflète la tendance fondamentale des prix, s'est établie à 1,8% en avril, après 1,7% au premier trimestre. Quant aux prix à la production industrielle, qui reflètent ceux des matières premières au niveau international, ils ont enregistré une hausse de 15,2% en avril. Le Conseil a également noté que l'augmentation en glissement mensuel des prix à la production industrielle s'est nettement ralentie ; s'établissant à 1,3% en avril, après 9% au premier trimestre.
5. Sur le plan international, la reprise de l'économie mondiale s'est poursuivie, bien qu'à des rythmes différenciés selon les régions et les pays. Dans les pays avancés, les incertitudes sur la croissance persistent, notamment à la lumière des évolutions observées au premier trimestre 2011. Dans les pays émergents, l'activité économique demeure vigoureuse, en dépit du léger ralentissement enregistré dans certains pays d'Asie.
6. Si les perspectives de croissance au plan mondial semblent favorables, de fortes incertitudes demeurent. Elles sont principalement liées aux évolutions sur les marchés de l'emploi et du crédit dans les pays avancés, ainsi qu'à la dette souveraine dans la zone euro. Les risques découlent également des fluctuations des cours mondiaux de matières premières, des pressions inflationnistes dans les pays émergents et des tensions géopolitiques dans la région MENA.
7. Au plan national, l'amélioration de la demande extérieure et le renforcement de la demande intérieure se sont poursuivis. Ainsi, la croissance globale et celle du PIB non agricole se situeraient entre 4,5% et 5,5% en 2011. Dans ces conditions, l'output gap non agricole, pertinent pour l'évaluation des pressions inflationnistes, devrait globalement rester à des niveaux ne représentant pas de risques pour la stabilité des prix. Toutefois, certaines tensions émanant du marché du travail pourraient apparaître au cours des prochains trimestres.
8. L'analyse des conditions monétaires à fin avril 2011 montre la poursuite du ralentissement de la croissance de M3, avec un rythme de 4,1% en glissement annuel, après 4,3% en moyenne au cours du premier trimestre. Dans ces conditions, l'écart monétaire s'est maintenu à un niveau négatif, dénotant de l'absence de pressions d'origine monétaire sur les prix. Pour sa part, le rythme de progression du crédit bancaire s'est établi à fin avril à 6,8% en glissement annuel, et devrait se situer autour de 8% sur l'ensemble de l'année.

9. Sur la base de l'ensemble de ces éléments, la prévision centrale de l'inflation ressort en ligne avec l'objectif à moyen terme de stabilité des prix. L'inflation devrait s'établir à 1,9% en moyenne sur l'horizon de prévision. Au terme de cet horizon, soit le troisième trimestre 2012, elle devrait se situer à 2,4%. En raison de la forte diminution des prix des produits alimentaires entre janvier et avril, la prévision pour 2011 a été revue à la baisse, soit 1,4% au lieu de 2,1%, chiffre du dernier Rapport sur la politique monétaire. L'inflation sous-jacente devrait pour sa part rester modérée, ne dépassant pas 2%.
10. Dans ce contexte caractérisé par une prévision centrale qui reste en ligne avec l'objectif de stabilité des prix et une légère orientation à la hausse de la balance des risques, le Conseil a décidé de maintenir inchangé le taux directeur à 3,25%.
11. En vue de consolider le système de gouvernance de la Banque et conformément aux meilleures pratiques en la matière, le Conseil a institué en son sein un Comité d'audit dont la mission est de rendre compte au Conseil des questions relatives à l'information comptable, l'audit interne et externe, le contrôle interne et la maîtrise des risques.

APERÇU GÉNÉRAL

En ligne avec les analyses et prévisions publiées dans le cadre du Rapport sur la Politique Monétaire de mars 2011, l'évolution des prix à la consommation demeure globalement modérée, marquée toutefois par des fluctuations ponctuelles liées aux prix des produits alimentaires volatils. Après avoir atteint 2,0% en février et 0,6% en mars, l'inflation en glissement annuel est en effet revenue à -0,3% en avril, s'établissant en moyenne à 1,6% au premier trimestre et à 1,1% sur les quatre premiers mois de 2011. Pour sa part, l'inflation sous-jacente, qui traduit la tendance fondamentale des prix, s'est située à 1,8% en avril après 1,9% en mars et 1,7% en février 2011 ; sa moyenne sur les quatre premiers mois de l'année étant de 1,7%. Reflétant l'effet conjugué du mouvement haussier des prix des biens échangeables et du repli ponctuel des prix des produits alimentaires volatils, l'écart entre l'inflation globale et sous-jacente s'est élargi à 2,1 points de pourcentage en avril, contre 0,8 point en moyenne au cours des trois premiers mois de l'année. En revanche, les tensions sur les cours mondiaux des matières premières ont été particulièrement perceptibles au niveau des prix à la production industrielle qui se sont accrus en glissement annuel de 15,2% en avril 2011, après 15,1% en mars et 14% en février 2011. Toutefois, le rythme de progression des prix à la production industrielle en variation mensuelle a connu une certaine décélération, revenant de 2,9% en mars à 1,3% en avril, traduisant un ralentissement du rythme de progression des cours mondiaux des principales matières premières.

L'environnement international a été caractérisé par la poursuite de la reprise de l'économie mondiale, bien qu'à des rythmes encore différenciés entre régions avancées et émergentes. Au sein des pays avancés, les incertitudes sur la croissance persistent, notamment à la lumière des évolutions observées au premier trimestre 2011. En effet, la croissance aux Etats-Unis a marqué un ralentissement de 2,8% à 2,3% en glissement annuel, tandis que dans la zone euro, elle s'est accélérée de 2% à 2,5%, tirée principalement par la bonne performance de l'Allemagne et de la France. L'amélioration de l'activité dans plusieurs pays avancés est également perceptible à travers l'évolution des indicateurs de haute fréquence observée à fin avril, à l'exception du taux de chômage qui reste à des niveaux élevés. Dans les pays émergents, la croissance demeure relativement vigoureuse, en dépit du léger ralentissement enregistré dans certains pays d'Asie, suite à la dissipation des effets de base au premier trimestre 2011.

Plus globalement, les perspectives de croissance semblent favorables, mais la consolidation de la reprise demeure entourée d'incertitudes. Outre les évolutions défavorables sur les marchés de l'emploi, du crédit et de la dette souveraine dans les pays avancés, surtout dans la zone euro, les facteurs de risque concernent aussi les fluctuations des prix des matières premières, les pressions inflationnistes dans les pays émergents, ainsi que l'effet des récentes tensions géopolitiques dans la région MENA. Par ailleurs, l'inflation mondiale a poursuivi son trend haussier en avril, reflétant notamment la diffusion du renchérissement antérieur des produits de base alimentaires et énergétiques.

Au niveau national, les données disponibles montrent la poursuite du redressement des exportations qui ont augmenté de 24,1% à fin avril, en glissement annuel, avec une progression de 14,4% de celles hors phosphates et dérivés. Dans le même temps, les importations ont enregistré une hausse de 24,6%, sous l'effet principalement de l'accroissement de 37% des achats des produits énergétiques, se traduisant ainsi par un creusement du déficit commercial. Pour leur part, les recettes de voyages et les transferts des MRE se sont accrus respectivement de 7,9% et de 3,8%, en glissement annuel, soit des rythmes inférieurs à ceux observés pendant la même période de l'année précédente.

Dans ce contexte, la croissance non agricole s'établirait à 4,5% au deuxième trimestre et devrait se situer entre 4,5% et 5,5% pour l'ensemble de l'année 2011, en cas de non matérialisation des facteurs de risque entourant le redressement dans les principaux pays partenaires. En conséquence, l'output-gap non agricole, pertinent pour l'appréciation des tensions inflationnistes, devrait afficher des valeurs proches de zéro en 2011. Pour sa part, la croissance des activités agricoles devrait connaître une certaine consolidation, portant ainsi la croissance du PIB global au même rythme que celui prévu pour les activités non agricoles.

S'agissant des conditions monétaires, les données à fin avril indiquent la poursuite du ralentissement du rythme de croissance de la masse monétaire. En effet, l'agrégat M3 a augmenté de 4,1%, après 4,3% au premier trimestre 2011, sous l'effet notamment de la décélération du rythme de progression des dépôts à terme et de la baisse des titres des OPCVM monétaires, maintenant ainsi l'excédent monétaire en termes réels à des niveaux négatifs. Pour sa part, le rythme d'accroissement du crédit s'est établi à 6,8%, après 6,4% au premier trimestre, et devrait se situer autour de 8% sur l'ensemble de l'année, soit un niveau proche de son rythme de long terme. Concernant les taux d'intérêt débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le premier trimestre 2011 laissent apparaître une baisse du taux moyen pondéré, reflétant principalement le repli des taux assortissant les facilités de trésorerie et les prêts immobiliers. Parallèlement, l'indice des prix des actifs immobiliers a enregistré une hausse de 5% au premier trimestre en glissement annuel, au lieu de 1,2% au trimestre précédent.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments, l'inflation à l'horizon des six prochains trimestres devrait rester en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. Au terme de l'horizon de prévision, soit le troisième trimestre 2012, l'inflation devrait ainsi se situer à 2,4%, alors qu'en moyenne, sur le même horizon, elle s'établirait à 1,9%. En raison de la diminution des prix des produits alimentaires entre janvier et avril, la prévision de l'inflation pour l'année 2011 a été revue à la baisse, ressortant à 1,4% au lieu de 2,1% lors de l'exercice précédent (RPM de mars 2011). En ce qui concerne la balance des risques entourant cette prévision centrale, elle demeure légèrement orientée à la hausse, en liaison principalement avec l'évolution des cours des matières premières sur les marchés internationaux.

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

En 2010, la croissance globale s'est établie à 3,7%, recouvrant un rebond de 4,5% du PIB non agricole et une baisse de 1,6% de la valeur ajoutée agricole. Pour leur part, les indicateurs conjoncturels à fin avril suggèrent une légère révision à la hausse des prévisions pour l'ensemble de l'année 2011. Le PIB global devrait croître à un rythme situé entre 4,5% et 5,5%, au lieu d'un intervalle entre 4% et 5% prévu précédemment, en liaison avec la consolidation des activités agricoles, les estimations relatives à la croissance non agricole ayant été maintenues entre 4,5% et 5,5%. Toutefois, ces perspectives demeurent entourées d'incertitudes liées notamment à la durabilité et à l'ampleur du redressement de l'activité dans la zone euro qui conditionne l'orientation de la demande étrangère adressée au Maroc. Pour leur part, les différents éléments de la demande intérieure devraient connaître une amélioration comparativement à 2010, sans pour autant engendrer de tensions notables sur les capacités de production et sur les prix.

1.1 Production

La croissance nationale s'est établie à 3,7% en 2010, recouvrant une progression de 4,5% du PIB non agricole et une baisse de 1,6% de la valeur ajoutée agricole, soit des évolutions globalement en ligne avec les estimations de Bank Al-Maghrib publiées dans le cadre du Rapport sur la politique monétaire de mars 2011.

L'actualisation des estimations de la production céréalière à la lumière des indicateurs disponibles à fin avril 2011 fait état du maintien de la production céréalière¹ au titre de l'actuelle campagne au niveau prévu dans le RPM de mars 2011, soit environ 80 millions de quintaux, en hausse de 7,5% par rapport à la campagne précédente (voir Encadré 1.1). Cette évolution est attribuable essentiellement, à la précocité et à la bonne répartition temporelle et territoriale des précipitations qui ont favorisé l'installation des céréales d'automne.

S'agissant du secteur secondaire, sa valeur ajoutée devrait croître de près de 3% au premier semestre 2011, traduisant l'effet conjugué du maintien du dynamisme des activités minières et énergétiques et de la stabilisation des performances de l'industrie de transformation. En effet, la valeur ajoutée de l'industrie extractive aurait progressé de

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		
	TII	TIII	TIV	TI	TII	TIII	TIV	TI _E	TI _P
Agriculture	31,2	29,4	31,1	-8,1	-7,6	-7,8	-7,5	4,1	3,9
VA non agricole	0,1	0,9	5,6	6,1	4,9	4,6	4,4	4,2	4,5
Industrie extractive	-31,0	-21,9	14,0	107,9	48,1	21,9	10,7	1,2	3,8
Industrie de transformation	-1,9	-0,7	3,3	1,6	1,5	2,7	3,0	2,8	3,0
Electricité et eau	-1,6	3,1	7,6	6,7	11,0	12,3	10,8	5,1	5,3
Bâtiment et travaux publics	3,9	1,0	6,1	2,9	2,6	1,0	-1,6	1,8	2,1
Commerce	2,7	3,0	5,3	1,6	1,9	2,2	2,9	3,3	3,9
Hôtels et restaurants	-2,0	0,1	2,9	6,7	8,3	8,4	8,6	4,9	2,9
Transports	2,6	2,3	4,9	7,6	5,6	6,9	6,0	5,2	5,3
Postes et télécommunications	3,3	3,9	1,1	4,1	3,1	7,8	12,7	7,6	7,8
Administration publique générale et sécurité sociale	7,7	7,6	7,6	3,4	3,3	3,4	3,4	3,4	3,5
Autres services*	3,7	3,5	4,0	4,3	4,9	4,8	5,0	5,4	5,6
Impôts sur les produits nets des subventions	3,1	6,5	5,1	4,1	4,0	3,9	4,3	4,3	4,4
PIB hors agriculture	0,3	1,8	5,3	5,8	4,8	4,5	4,4	4,2	4,5
Produit intérieur brut	4,1	4,8	8,7	4,0	3,0	2,9	2,8	4,2	4,4

(*) Comprendant 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

¹ Le Ministère de l'agriculture ayant donné une première prévision de 86,7 millions de quintaux.

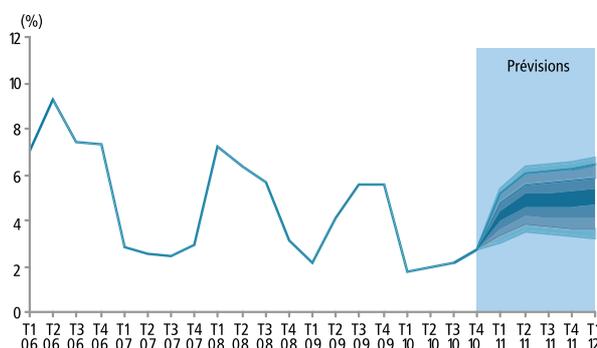
1,2% au premier trimestre 2011 contre 107,9% un an auparavant, soit un net ralentissement attribuable à la dissipation progressive des effets de base. Parallèlement à la hausse de la demande d'engrais et au maintien des cours du phosphates et dérivés à des niveaux élevés, la production de l'OCP, principal acteur national du secteur minier, a enregistré une hausse de respectivement 42,6% et de 19,5% pour ce qui est des engrais et de l'acide phosphorique à fin mars.

Dans l'industrie de transformation, l'activité devrait continuer à croître mais à un rythme modéré et inférieur à celui d'avant la crise. Les derniers résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib du mois d'avril font pour leur part, ressortir une baisse de la production, des ventes et du niveau des commandes reçues par les entreprises d'un mois à l'autre. Toutefois, en termes de perspectives d'évolution de l'activité, les professionnels prévoient une augmentation de la production et des ventes locales et étrangères et jugent le climat général des affaires globalement bon. Dans ce contexte, la valeur ajoutée du secteur devrait se stabiliser autour de 3% au premier semestre 2011.

S'agissant de la branche « électricité et eau », la production nette de l'Office national de l'électricité s'est accrue de seulement 2,3% au premier trimestre 2011, contre 10,8% sur l'ensemble de l'année 2010, en liaison essentiellement avec la baisse de la production des centrales hydrauliques, induisant une hausse de 112,6% des importations. Dans le même temps, les ventes totales de l'ONE ont progressé de 9,1%, en glissement annuel, avec une hausse de 9,9% des ventes aux industriels et de 6% de celles destinées aux ménages. Compte tenu de ces éléments, la croissance de la branche serait de l'ordre de 5,1% au premier trimestre 2011 après 10,8% au quatrième trimestre 2010.

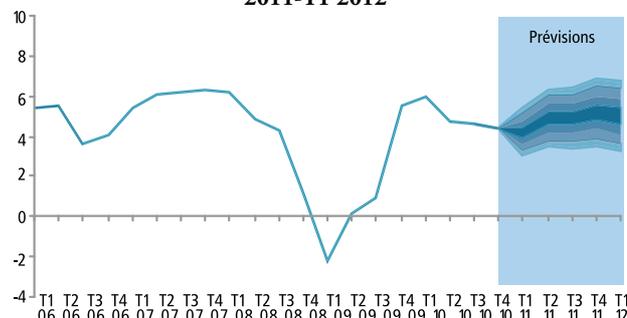
Les activités du bâtiment et travaux publics devraient connaître un redressement graduel en 2011, après une phase de ralentissement observée depuis le quatrième trimestre 2008. Les derniers indicateurs relatifs au secteur confirment cette tendance, notamment les ventes de ciment qui ont augmenté, à fin avril, de 7,6% en glissement annuel pour atteindre

Graphique 1.1 : Projections de la croissance T1 2011-T1 2012*



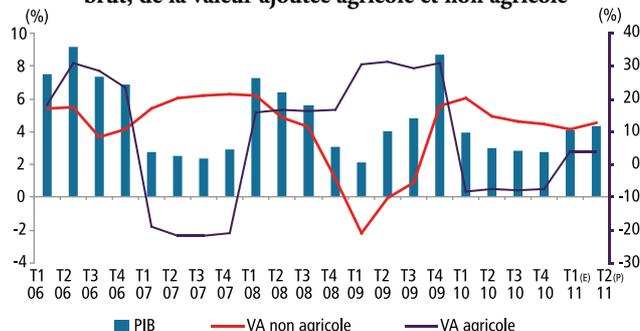
(*) Événails en fonction de l'écart type
Sources : HCP, estimations et prévisions de BAM

Graphique 1.2 : Projections de la croissance non agricole T1 2011-T1 2012*



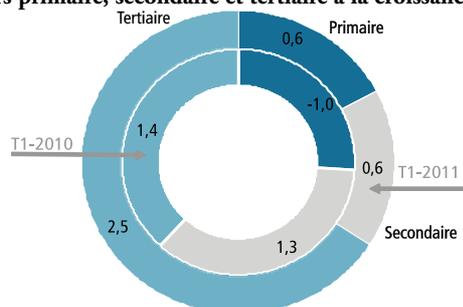
(*) Événails en fonction de l'écart type
Sources : HCP, estimations et prévisions de BAM

Graphique 1.3 : Evolution trimestrielle du produit intérieur brut, de la valeur ajoutée agricole et non agricole



Sources : HCP et prévisions de BAM

Graphique 1.4 : Contributions en points de pourcentage des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance globale



Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM

Encadré 1.1 : Prévion de la production céréalière en 2011 sur la base des données disponibles, arrêtées à fin mai 2011

La campagne agricole 2010-2011 s'est caractérisée par un démarrage précoce des précipitations, qui a favorisé les travaux d'installation des céréales d'automne. La superficie semée a atteint 5,1 millions d'hectares en augmentation de 3% par rapport à une campagne normale en liaison essentiellement avec la hausse de 10% des superficies de blé tendre, la culture de l'orge ayant régressé de 3%.

En plus d'un volume pluviométrique quasi normal (la moyenne des cinq dernières années), la campagne actuelle bénéficie d'une répartition temporelle et spatiale favorable et d'une utilisation plus importante des semences certifiées et des engrais.

Ces conditions se sont traduites par une situation du couvert végétal qualifiée de « Bonne » dans l'ensemble du pays, selon les observations établies à fin mars par le Centre Royal de Télédétection Spatiale, à l'exception des régions du Haouz, de l'Oriental et du Pré-Saharien.

Le cadre de prévision de la production céréalière développé par Bank Al-Maghrib permet d'actualiser de façon régulière la prévision de la production céréalière selon trois outils : Modèle économétrique, Méthode de campagne similaire et Méthode basée sur l'indicateur pluviométrique.

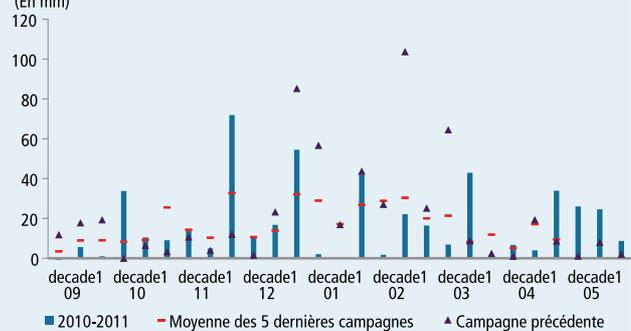
Ainsi, sur la base des données climatiques arrêtées à fin mai 2011, le modèle économétrique spatial prévoit une production céréalière de 85 millions de quintaux, englobant 36 millions de quintaux de blé tendre, 23 millions de quintaux de blé dur et 27 millions de quintaux d'orge, en hausse respectivement de 18%, de 50% et de 21% en comparaison avec la dernière moyenne quinquennale.

La méthode de campagne similaire donne une estimation de 75 millions de quintaux, répartie en 30 millions de quintaux de blé tendre, 18 millions de quintaux de blé dur et 27 millions de quintaux d'orge.

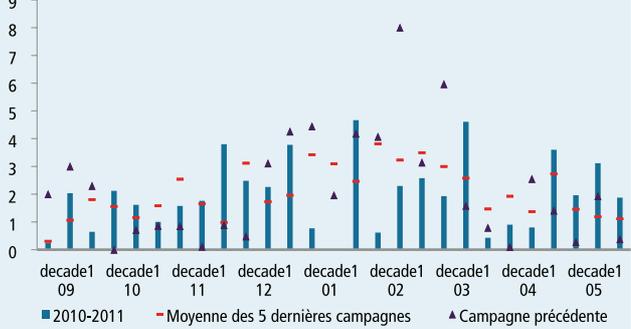
L'application de la méthode basée sur l'indicateur pluviométrique conduit à une prévision de la production céréalière au niveau national de l'ordre de 88 millions de quintaux.

Au total, la prévision moyenne des trois méthodes n'a pas connu de variation significative par rapport à l'exercice précédent, s'établissant à environ 83 millions de quintaux, en hausse de 22% par rapport à la moyenne des cinq dernières campagnes et de 10% par rapport à la campagne précédente. Ce niveau est équivalent aux prévisions établies dans le cadre du RPM de mars avec les données arrêtées au 20 mars 2011.

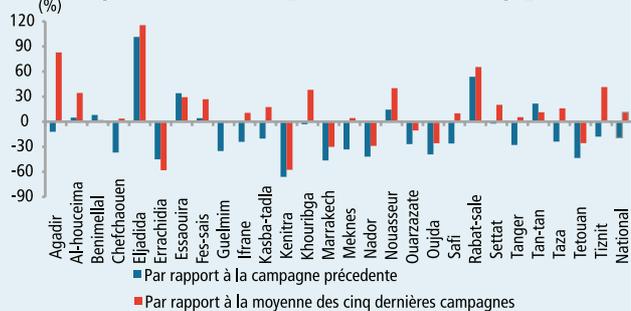
Graphique E1.1.1 : Cumul décadaire des précipitations



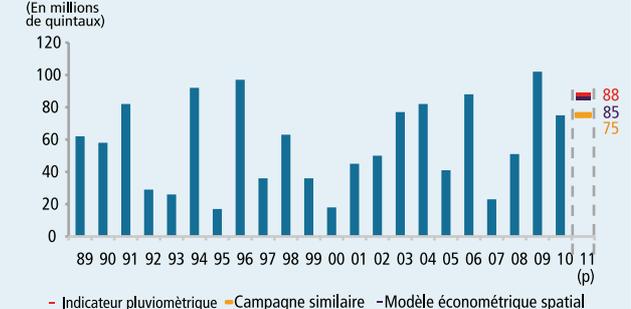
Graphique E1.1.2 : Nombre de jours des précipitations



Graphique E1.1.3 : Déficit pluviométrique de la campagne agricole 2010-2011 par station météorologique



Graphique E1.1.4 : Evolution et prévisions de la production céréalière à fin mai 2011



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

5,2 millions de tonnes et les crédits immobiliers qui ont progressé de 9,2%. En outre, le renforcement en cours des programmes de logements sociaux devrait dynamiser davantage le secteur, portant la croissance de sa valeur ajoutée à 1,8% et 2,1% respectivement au premier et deuxième trimestre 2011, après une contraction de 1,6% au quatrième trimestre 2010.

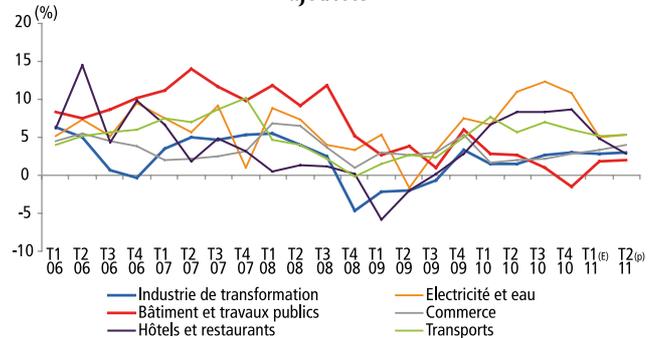
Concernant le secteur tertiaire, sa croissance devrait contribuer à hauteur de 2,5 points de pourcentage à celle du PIB au titre du premier semestre de l'année 2011, reflétant la bonne tenue de l'activité dans l'ensemble des branches, à l'exception de celle de « hôtels et restaurants », dont les principaux indicateurs ont connu un ralentissement à fin avril 2011. Le rythme de hausse des flux touristiques est ainsi revenu en une année de 10,7% à 9,6%, celui des nuitées recensées par les unités classées de 7,4% à 5,0% et celui des recettes de voyages de 12,1% à 7,9%. Ainsi la croissance de cette branche devrait décélérer de 8,6% au quatrième trimestre 2010 à 4,9% et 2,9% respectivement au premier et deuxième trimestres 2011, reflétant en partie l'effet de base lié à la croissance rapide observée en 2010.

Parallèlement, les valeurs ajoutées du commerce et du transport devraient être tirées par la dynamique des autres secteurs, leurs croissances devant s'établir à 3,3% et à 5,2% respectivement au premier trimestre 2011.

Quant à la valeur ajoutée des postes et télécommunications, elle devrait augmenter de 7,6%, comme en témoigne l'évolution des différents indicateurs du secteur. À fin mars 2011, le parc de la téléphonie fixe a connu une hausse de 5,7% et celui du mobile de 23,4%. De plus, le nombre d'abonnés à Internet a atteint 2,2 millions, en progression de 59,5% par rapport à la même période de l'année 2010.

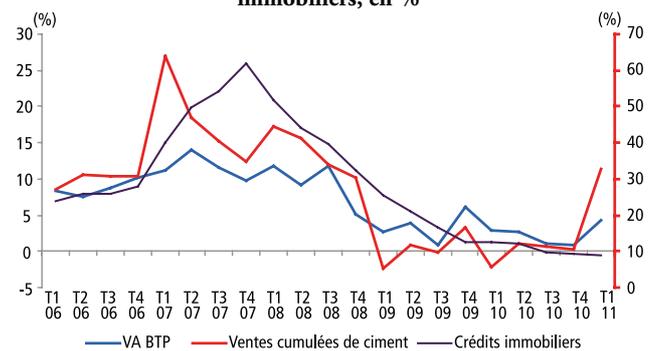
Au total, les perspectives d'évolution de l'activité économique au titre de l'exercice 2011 ont été revues à la hausse. La croissance globale devrait désormais s'établir entre 4,5% et 5,5% au lieu d'un intervalle entre 4% et 5% prévu précédemment, reflétant une contribution positive de la valeur ajoutée agricole, favorisée

Graphique 1.5 : Evolution en glissement annuel des valeurs ajoutées



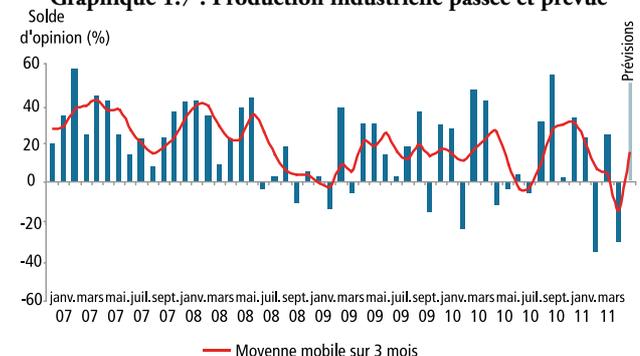
Sources : HCP et prévisions de BAM

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



Sources : APC, prévisions de BAM

Graphique 1.7 : Production industrielle passée et prévue



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

par les bonnes performances de la campagne 2010-2011, ainsi qu'une stabilisation de la croissance non agricole, en cas de non concrétisation des facteurs de risques d'origine externe.

1.2 Consommation

En 2010, la croissance de la consommation finale des ménages en termes nominaux a évolué à un rythme plus rapide qu'en 2009. En termes réels, sa croissance est toutefois revenue en une année de 4,6% à 2,2%.

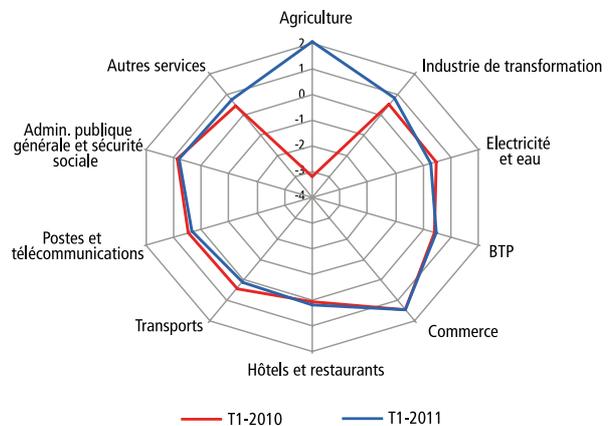
En 2011, la consommation finale des ménages devrait connaître une accélération en liaison avec l'amélioration du pouvoir d'achat, elle-même liée à la bonne tenue des activités non agricoles, à la hausse prévue des salaires, au maintien de l'inflation à un rythme modéré, ainsi qu'au redressement de la production agricole, qui devrait favoriser la consolidation de la consommation des ménages ruraux.

Les derniers indicateurs disponibles confirment en effet, la bonne orientation de la consommation. Les importations des produits finis de consommation se sont ainsi accrues de 10,6% à fin avril au lieu de 0,7% au cours de la même période de l'année précédente, tandis que les crédits à la consommation, bien qu'en décélération d'une année à l'autre, ont marqué une croissance de 6,2% à fin avril. En revanche, les rythmes de progression des recettes voyages et des transferts des marocains résidant à l'étranger se sont limités à 7,9% et 3,8% respectivement à fin avril.

Tirée par le renforcement des dépenses du personnel, suite à la décision du gouvernement de revaloriser les salaires du secteur public et les pensions de retraite, la consommation finale des administrations publiques devrait progresser à un rythme plus rapide comparativement à sa tendance de long terme.

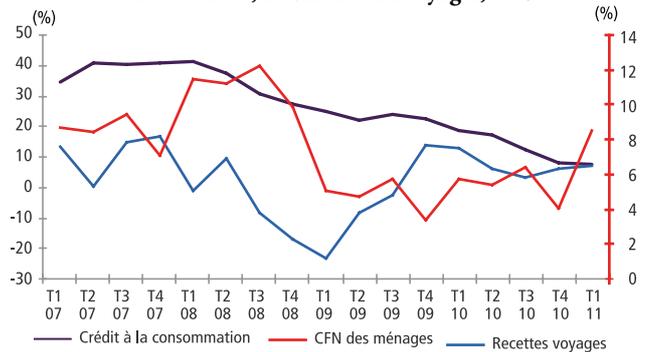
Au total, la consommation finale nationale devrait s'accroître de près de 10% à prix courants, contre 3,6% en 2010.

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



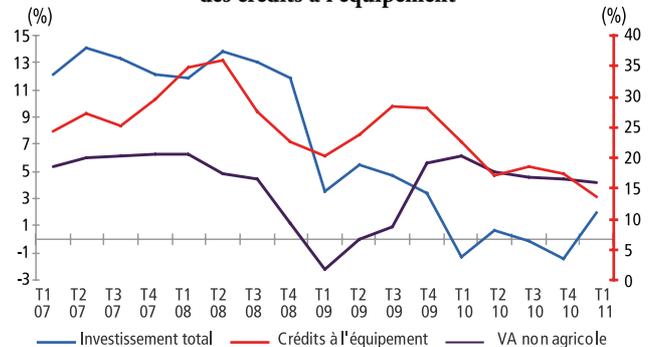
Sources : HCP, calculs et prévisions BAM

Graphique 1.9 : 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 1.10 : 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

1.3 Investissement

En dépit du repli anticipé de l'investissement des administrations publiques, l'investissement devrait s'accroître en 2011, après la légère contraction observée en 2010. Les résultats de l'enquête de conjoncture dans l'industrie de Bank Al-Maghrib, relatifs au premier trimestre 2011, indiquent une appréciation positive du climat général des affaires, les conditions de l'activité industrielle étant en outre jugées favorables pour le prochain trimestre selon les anticipations des professionnels.

D'autres indicateurs disponibles corroborent cette évolution, dont notamment l'amélioration observée et prévue des activités non agricoles, l'augmentation à fin avril 2011 des crédits à l'équipement de 11,8% et le maintien des importations de produits finis d'équipements à un niveau comparable à celui de 2010. Concernant particulièrement l'investissement immobilier, il serait marqué cette année par un regain de dynamisme à la faveur d'une amélioration des activités de construction.

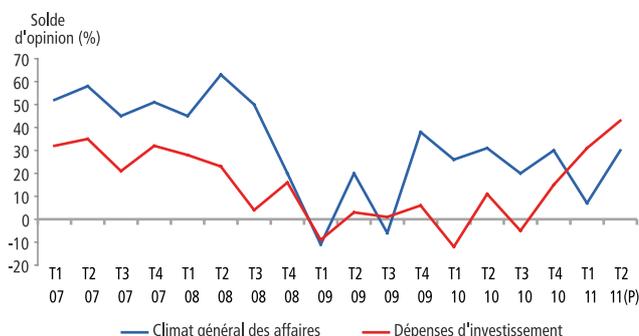
En revanche, l'investissement public devrait s'inscrire en baisse, la situation du Trésor au titre des trois premiers mois de l'année 2011 ayant fait ressortir un recul de 16,9% des dépenses d'investissement. Cette évolution est imputable aux pressions sur les autres dépenses, principalement la masse salariale et les charges de compensation, dans un contexte de tassement du rythme de progression des ressources publiques (Voir Encadré 1.2).

Dans ces conditions, l'investissement total devrait progresser en valeur de près de 5% au terme de l'année en cours.

1.4 Commerce extérieur

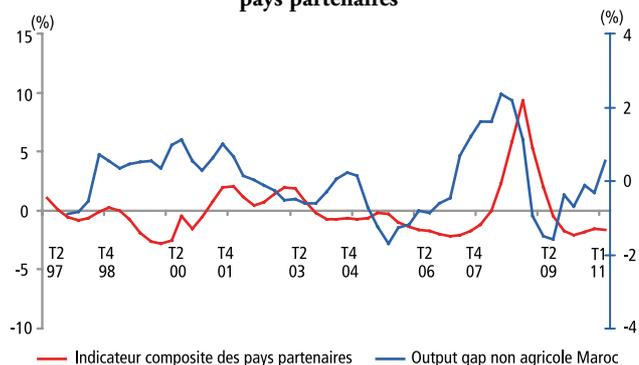
Les données disponibles à fin avril 2011 attestent de la poursuite du redressement de la demande étrangère adressée au Maroc, comme en témoigne l'accroissement des exportations. Toutefois le déficit commercial s'est sensiblement accru par rapport à la même période de l'année précédente.

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



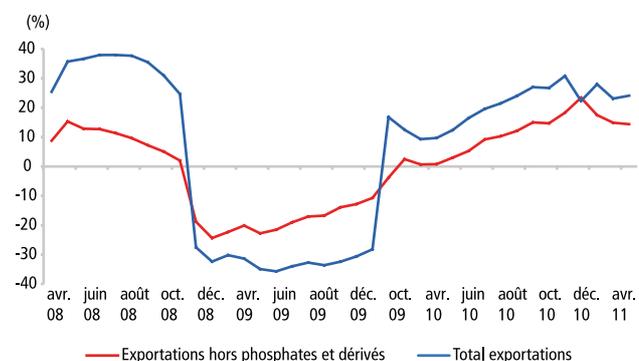
Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM

Graphique 1.12 : Indicateur composite avancé pondéré des pays partenaires*



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

Graphique 1.13 : Cumul des exportations (Variation par rapport à l'année passée)



En effet, la balance commerciale a dégagé, à l'issue des quatre premiers mois de l'année, un déficit de 60,3 milliards de dirhams, en progression de 25% par rapport à la même période de l'année précédente. Cette évolution s'explique par la hausse de 24,6% ou 22,9 milliards des importations, plus importante que celle de 24,1% ou 10,8 milliards des exportations. Le taux de couverture s'est ainsi stabilisé à 48%.

Le renforcement des exportations est attribuable tant à l'augmentation de 64% des ventes de phosphates et dérivés, qu'à celle de 14,4% des exportations hors phosphates. Ainsi, les expéditions de phosphates, d'engrais naturels et chimiques et de l'acide phosphorique ont crû respectivement de 62,5%, de 143,2% et de 11,4%, comparativement à la même période de 2010, pour atteindre 3,6 milliards, 6,4 milliards et 4,4 milliards de dirhams. Pour leur part, les livraisons de fils et câbles, de composants électroniques, d'articles de bonneterie et de vêtements confectionnés ont enregistré des progressions respectives de 42,6%, de 17,3%, de 10,9% et de 14,6%, pour des montants de 5,1 milliards, 1,8 milliard, 2,3 milliards et 6,6 milliards de dirhams. En revanche, les exportations d'agrumes et des poissons en conserve ont connu des régressions respectives de 11,8% et de 25,6%, pour s'établir à 1,2 milliard, montant similaire pour les deux produits.

En regard, la croissance des importations s'explique par la hausse des acquisitions de l'ensemble des catégories de produits. Ainsi, la facture énergétique, se chiffrant à 27,5 milliards de dirhams, s'est accrue de 37%. Cette évolution est liée principalement à la progression de 30,1% du prix moyen de la tonne importée de pétrole brut qui s'est élevé à 6.090 dirhams, le volume importé ayant, toutefois, accusé une baisse de 10,8%, revenant à 1.561,8 milliers de tonne. De même, les achats de gasoil et fuel, ainsi que ceux de gaz de pétrole et autres hydrocarbures ont enregistré des progressions respectives de 100% et de 17,9, pour atteindre 9,8 milliards et 5 milliards de dirhams.

Hors énergie, les importations ont augmenté de 21,1%, s'élevant à 88,6 milliards de dirhams.

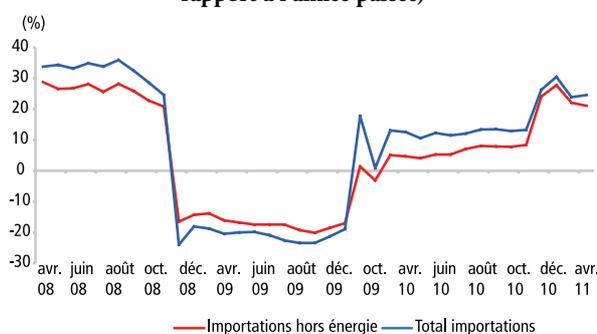
Tableau 1.2 : Evolution de la balance commerciale au terme des quatre premiers mois de 2011

(En millions de dirhams)	janv.-avr. 2010	janv.-avr. 2011*	Variations	
			Montant	%
Exportations globales	44 939,0	55 776,1	+10 837,1	+24,1
Exportations de phosphates et dérivés	8 770,3	14 382,3	+5 612,0	+64,0
Exportations hors phosphates et dérivés	36 168,7	41 393,8	+5 225,1	+14,4
Fils et câbles pour l'électricité	3 610,1	5 149,0	+1 538,9	+42,6
Composants électroniques	1 573,2	1 845,3	+272,1	+17,3
Articles de bonneterie	2 088,2	2 316,8	+228,6	+10,9
Vêtements confectionnés	5 728,8	6 563,7	+834,9	+14,6
Agrumes	1 394,5	1 230,0	-164,5	-11,8
Importations globales	93 223,1	116 110,7	+22 887,6	+24,6
Importations de produits énergétiques	20 084,1	27 519,7	+7 435,6	+37,0
Importations hors produits énergétiques	73 139,0	88 591,0	+15 452,0	+21,1
Demi-produits	19 281,9	23 987,6	+4 705,7	+24,4
Produits alimentaires	8 953,6	15 692,3	+6 738,7	+75,3
Biens consommation	17 542,3	19 400,6	+1 858,3	+10,6
Biens d'équipement	22 752,5	22 677,3	-75,2	-0,3
Déficit commercial	-48 284,1	-60 334,6	12 050,5	25,0

* Données provisoires

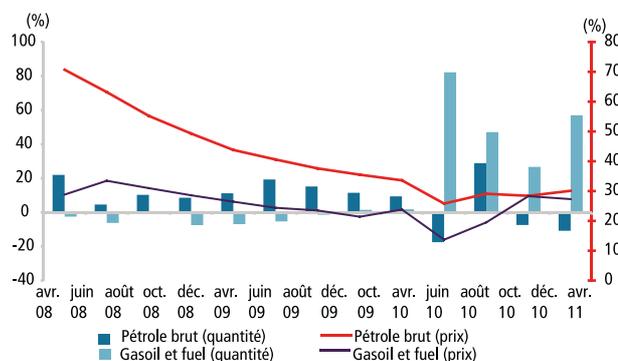
Source : OC

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



Source : OC

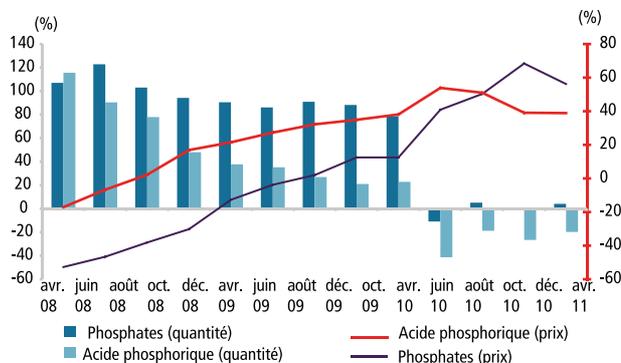
Graphique 1.15 : Evolution des quantités et des prix du pétrole brut, et du gasoil et fuel, en glissement annuel



Source : OC

En effet, les achats des produits alimentaires, d'un montant de 15,7 milliards de dirhams, se sont accrus de 75,3%, sous l'effet notamment de l'expansion des approvisionnements en blé, qui sont passées de 1,9 milliard à 6,3 milliards. Cette évolution s'explique par l'accroissement de plus de 100% des quantités importées qui ont atteint 2.090,7 milliers de tonnes, ainsi que par la hausse sensible du prix moyen de la tonne importée, passant de 1.793 dirhams la tonne à 3.021 dirhams. Pour leur part, les importations de demi-produits se sont chiffrées à 24 milliards, en augmentation de 24,4%, attribuable principalement à la progression des achats de matières plastiques de 30,6% et de produits chimiques de 25,2%. Les importations de biens de consommation ont également enregistré une hausse de 10,6%, pour s'élever à 19,4 milliards, suite notamment à l'augmentation de 8,8% des acquisitions de médicaments. En revanche, les importations des produits d'équipement ont accusé une légère baisse de 0,3%, pour s'établir à 22,7 milliards de dirhams.

Graphique 1.16 : Evolution des quantités et des prix du phosphate et d'acide phosphorique, en glissement annuel



Source : OC

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

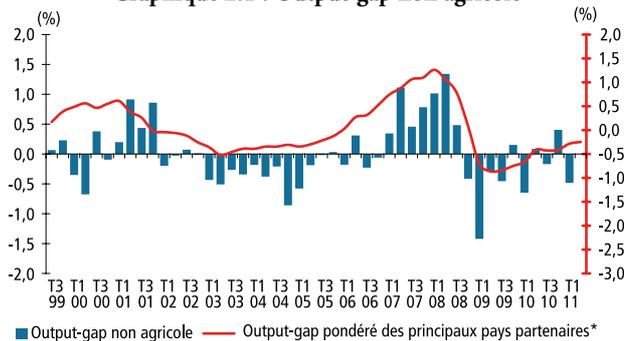
En ligne avec les analyses du dernier RPM, l'output-gap non agricole a affiché une valeur négative au cours du premier trimestre 2011, après avoir été légèrement positif au cours du quatrième trimestre 2010. Globalement, les différentes mesures s'accordent à indiquer l'absence de tensions au niveau de la demande. De même, selon les résultats de l'enquête mensuelle de BAM du mois d'avril 2011, le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur industriel a connu une légère baisse, pour s'aligner sur son niveau moyen historique, soit 71%, tandis que celui hors raffinage reste en deçà de son niveau moyen. En matière d'emploi, le premier trimestre 2011 a été marqué par un recul de 0,9 point de pourcentage du taux de chômage national en glissement annuel, reflétant une diminution de 1,4 et de 0,3 point de pourcentage respectivement en milieu urbain et rural. Par ailleurs, les données disponibles sur les salaires dans le secteur privé font ressortir une baisse en termes nominaux et réels au quatrième trimestre 2010 en glissement annuel. Globalement, l'analyse de l'évolution des différents facteurs laisse indiquer l'absence de pressions significatives sur les prix. Si ces dernières peuvent s'orienter légèrement à la hausse dans les prochains trimestres avec l'effet de la valorisation prévue du SMIG et des salaires dans la fonction publique, les conditions de la demande ne devraient pas exercer de pressions notables sur les prix.

2.1 Tensions sur les capacités de production

L'output-gap non agricole s'est situé au dessous de zéro au cours du premier trimestre 2011, après avoir affiché une valeur positive au quatrième trimestre 2010. Son évolution dans les prochains trimestres reste conditionnée en partie par celle de l'output-gap des principaux pays partenaires, elle-même entourée de plusieurs incertitudes.

Au regard des résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie de Bank Al-Maghrib relatifs au mois d'avril 2011, le taux d'utilisation des capacités de production (TUC) a reculé de quatre points de pourcentage pour se situer à son niveau moyen historique, soit 71%, tandis que celui hors raffinage demeure inférieur à son niveau historique. Cette évolution trouve son origine essentiellement dans la baisse du TUC des industries chimiques et parachimiques de 79% à 73% d'un mois à l'autre. Dans les autres secteurs, le TUC a accusé un léger repli dans les industries électriques et électroniques et les industries du textile et du cuir pour atteindre respectivement 83% et 73%, s'est maintenu à 61% dans les industries mécaniques et métallurgiques et a augmenté dans les industries agro-alimentaires à 73%.

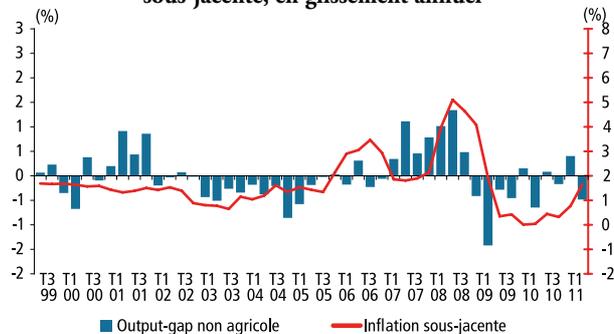
Graphique 2.1 : Output-gap non agricole



* 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

Quant à l'indice de la productivité apparente du travail¹ dans les activités non agricoles, il a progressé de 1,7% en glissement annuel durant le premier trimestre 2011, pour s'élever à environ 120,6 points. Sur la base des estimations établies par BAM, cette évolution trouve son origine dans l'augmentation de l'emploi urbain à un rythme inférieur à celui du PIB non agricole.

Parallèlement, les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture de BAM dans le secteur industriel révèlent une hausse du coût unitaire de production d'un trimestre à l'autre, avec un solde d'opinion de 40%. Cette évolution est attribuable selon les industriels au renchérissement des matières premières non énergétiques et aux coûts financiers avec des soldes d'opinion respectifs de 50% et de 32%. Sur le plan sectoriel, outre les coûts des matières premières non énergétiques qui ont constitué le facteur essentiel ayant affecté le coût unitaire de production dans l'ensemble des branches, le niveau des salaires est le deuxième facteur avancé dans les industries électriques et électroniques, tandis que le niveau des coûts financiers est le second facteur relevé dans les industries chimiques et parachimiques et du textile et du cuir, les coûts énergétiques étant le second facteur identifié dans les industries agroalimentaires.

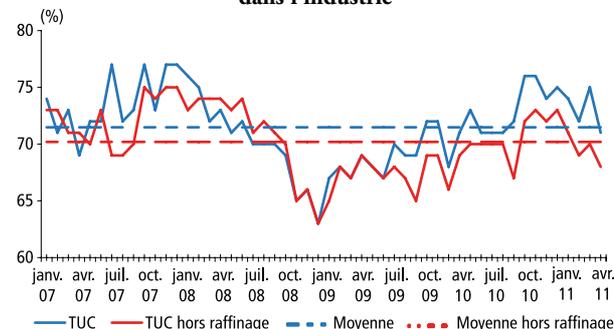
2.2 Tensions sur le marché du travail

Au premier trimestre 2011, la population active âgée de 15 ans et plus a stagné à 11.444.000 personnes comparativement au même trimestre 2010. Cette situation recouvre une hausse de 0,1% en milieu urbain et une baisse de 0,1% en milieu rural. En revanche, le taux d'activité a reculé, passant de 49,9% à 49,1% sur la même période, suite au repli du taux d'activité de 58,1% à 57,1% dans les zones rurales, celui dans l'urbain ayant augmenté de 44,3% à 43,7%.

En regard, la population active occupée a enregistré une progression de 1%, pour se situer à 10,407 millions d'individus au premier trimestre 2011. Le taux d'emploi est, quant à

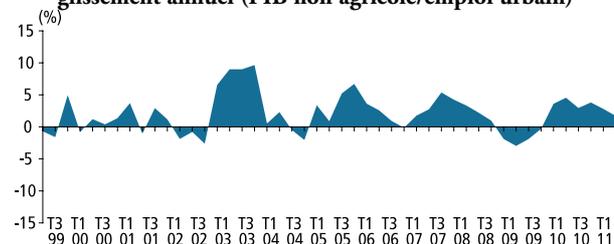
¹ La productivité apparente du travail est mesurée par le rapport entre la production et l'effectif employé. Cet indicateur doit être interprété avec prudence, car il ne prend pas en compte l'efficacité avec laquelle la main-d'œuvre est utilisée dans la production.

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



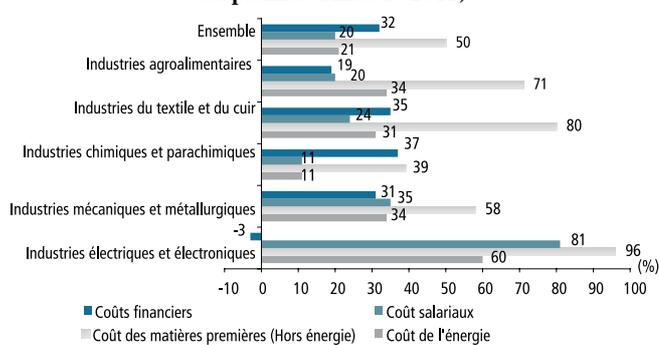
Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

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



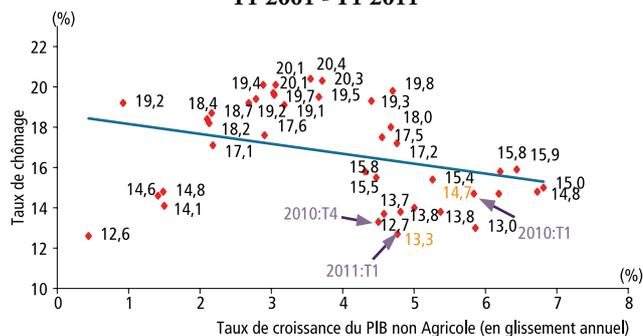
Sources : HCP et estimations BAM

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



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

Graphique 2.6 : Croissance non agricole et chômage urbain, T1 2001 - T1 2011



Source : HCP

lui, revenu de 44,9% à 44,6%, en liaison avec le repli du taux d'emploi rural de 55,4% à 54,7%, celui du milieu urbain ayant augmenté de 0,1 point, pour s'établir à 37,9%.

Le marché de l'emploi a en effet connu la création nette de 103.000 postes d'emploi, suite à la création de 126.000 en milieu urbain et la perte de 23.000 postes en milieu rural. L'emploi rémunéré s'est élevé à 133.000 postes, dont plus de 89% dans les villes. En revanche, l'emploi non rémunéré a diminué de 30.000 postes, avec la perte de 37.000 emplois en milieu rural et la création de seulement 7.000 emplois en milieu urbain.

Au plan sectoriel, les secteurs du bâtiment et travaux publics et des services ont été les seuls pourvoyeurs d'emploi avec des parts respectives de 73,3% et 26,7%, alors que les secteurs de l'agriculture et de l'industrie ont connu des pertes nettes d'emploi pour un total de 93.000 postes. Ce résultat est corroboré par ceux de l'enquête mensuelle de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie qui révèlent une baisse des effectifs employés au cours du premier trimestre 2011.

Dans ces conditions, la population active au chômage, estimée à 1,037 millions de personnes, a diminué de près de 9% et le taux de chômage a reculé de 0,9 point de pourcentage à 9,1%. Cette régression tient au repli de 1,4 point de pourcentage en milieu urbain à 13,3% et de 0,3 point en milieu rural à 4,3%. Par tranche d'âge, le recul du taux de chômage a concerné toutes les tranches avec des baisses allant de 0,9 point de pourcentage pour la tranche 15-24 ans à 5,8 points de pourcentage pour la tranche 25-34.

S'agissant des données disponibles sur les coûts salariaux pour le quatrième trimestre 2010, elles indiquent que le coût unitaire du travail (CUT) du secteur manufacturier a enregistré une légère baisse de 0,4% en glissement annuel. En comparaison internationale, le CUT marocain a régressé à un rythme moins rapide que celui de la Hongrie, de la Pologne et de la Corée du sud, soit respectivement un écart de 3,3%, de 2,2% et de 2%.

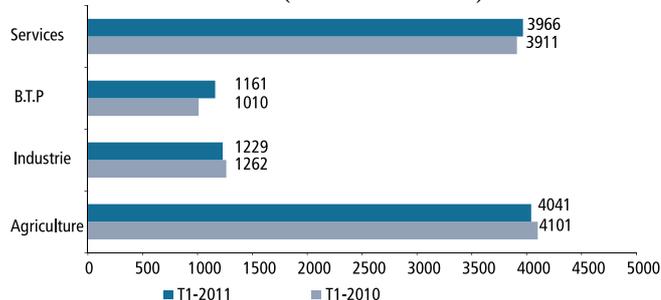
Tableau 2.1 : Indicateurs trimestriels d'activités et de chômage par milieu de résidence, glissement annuel⁽¹⁾

En millions/en %	T1 - 2010			T1 - 2011		
	Urbain	Rural	Ens.	Urbain	Rural	Ens.
Population active et emploi						
Population active ⁽²⁾	6,05	5,40	11,44	6,09	5,35	11,44
Taux d'activité (en%) ⁽³⁾	44,3	58,1	49,9	43,7	57,1	49,1
Population active occupée	5,16	5,15	10,30	5,28	5,12	10,41
Taux d'emploi (en%) ⁽⁴⁾	37,8	55,4	44,9	37,9	54,7	44,6
Chômage						
Population active en chômage	889	250	1139	809	228	1037
Taux de chômage (en%) ⁽⁵⁾	14,7	4,6	10,0	13,3	4,3	9,1
Selon l'âge						
. 15 - 24 ans	31,6	9,1	18,5	29,3	8,9	17,4
. 35 - 44 ans	8,9	3,3	6,7	7,5	2,5	5,5
Selon le diplôme						
. Sans diplôme	9,4	3,0	5,4	7,8	2,3	4,4
. Ayant un diplôme	19,0	12,8	17,7	17,8	13,6	16,8

- (1) Données redressées selon les nouvelles projections de la population
 (2) Population âgée de 15 ans et plus (en millions de personnes)
 (3) Population active / 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

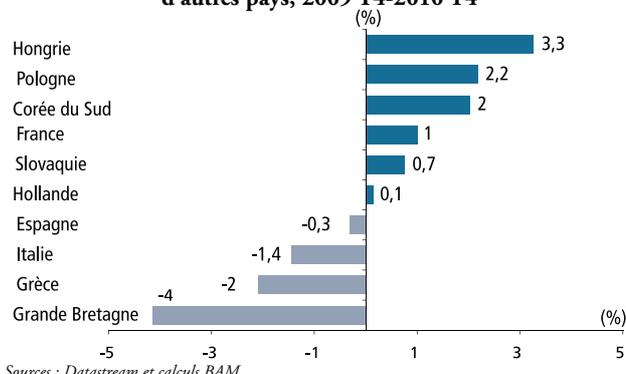
Source : HCP

Graphique 2.7 : Effectif employé selon les secteurs d'activité (effectifs en milliers)



Source : HCP

Graphique 2.8: Variation (%) des coûts unitaires de la main-d'oeuvre du secteur manufacturier marocain par rapport à d'autres pays, 2009 T4-2010 T4



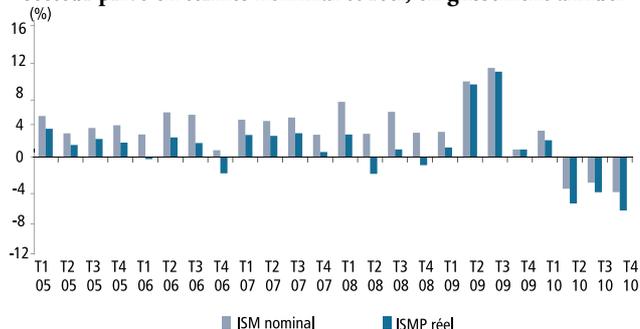
Sources : Datastream et calculs BAM

Il a par contre évolué plus favorablement que ceux de la Grande Bretagne, de la Grèce et de l'Italie qui ont connu des hausses plus ou moins sensibles.

Concernant l'indice des salaires moyens trimestriels dans le secteur privé, calculé par le HCP sur la base des données de la CNSS, il fait ressortir une baisse de 4,4% et 6,7% au quatrième trimestre 2010 en glissement annuel respectivement en termes nominaux et réels. Au premier trimestre 2011, les résultats de l'enquête de conjoncture de BAM dans l'industrie montrent une progression des coûts salariaux avec un solde d'opinion positif de 20%. Cette évolution a concerné principalement les industries électriques et électroniques et les industries chimiques et parachimiques avec des soldes d'opinion respectifs de 81% et 35%.

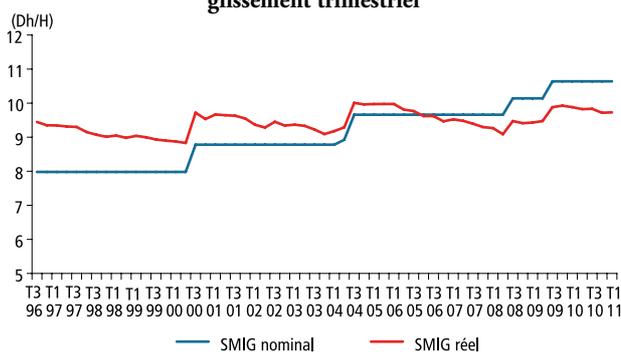
Pour sa part, le SMIG a quasiment stagné en termes nominaux et réels au cours du premier trimestre 2011. Au cours des prochains mois, l'augmentation du SMIG de 10% en juillet 2011 et 5% en juillet 2012 ainsi que celle des salaires des fonctionnaires, devraient se diffuser vers les autres catégories de salaire. L'analyse rétrospective et les résultats des estimations de BAM (voir encadre Encadré 2.1 du RPM n°7 de juin 2008), montrent que ces évolutions pourraient avoir un effet à la hausse sur l'inflation mais avec une ampleur qui devrait, toutes choses égales par ailleurs, rester limitée.

Graphique 2.9 : 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 2.10 : 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

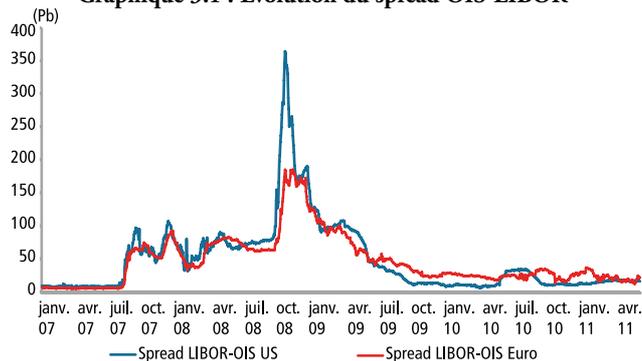
Les résultats des comptes nationaux du premier trimestre 2011 font globalement ressortir la poursuite de la reprise, mais à des rythmes bien différenciés entre économies avancées et émergentes. Au sein des pays avancés également, certaines divergences sont observées, notamment entre les Etats-Unis où la croissance a marqué un ralentissement en glissement annuel et la zone euro où elle s'est accélérée, tirée principalement par la bonne performance de l'Allemagne et de la France. Dans ces pays, l'amélioration de l'activité est confirmée également à travers les indicateurs de haute fréquence les plus récents. Au niveau des pays émergents, la croissance demeure dans l'ensemble vigoureuse, bien que la dissipation des effets de base au premier trimestre 2011 se soit traduite par un léger ralentissement dans certains pays d'Asie. Par ailleurs, le marché du travail dans les économies avancées reste caractérisé par des taux de chômage élevés, qui devraient persister à court terme, avec toutefois une certaine amélioration à partir de 2012. Plus globalement, les perspectives de croissance semblent favorables, tel que cela ressort des prévisions de plusieurs organismes, en particulier le FMI, mais la consolidation de la reprise demeure entourée d'incertitudes liées essentiellement aux perturbations que connaissent les marchés financiers, notamment le compartiment de la dette souveraine dans la zone euro. En effet, les taux de rendements des obligations souveraines des pays périphériques ont de nouveau été orientés à la hausse, alors que ceux des Etats-Unis, de la France et de l'Allemagne ont enregistré des baisses. Les turbulences dans la zone euro se sont également répercutées au niveau du marché de change, comme en témoigne la dépréciation de l'euro vis-à-vis de l'ensemble des principales devises, ainsi que sur le marché monétaire qui a été marqué par une augmentation du taux interbancaire. S'agissant de l'inflation, elle a poursuivi sa hausse au cours du mois d'avril, reflétant notamment le renchérissement des produits de base alimentaires et énergétiques. Ces derniers ayant globalement connu des baisses en mai 2011, leurs effets sur l'inflation mondiale devraient s'atténuer à très court terme, mais la modération des tensions inflationnistes reste conditionnée par l'ampleur des effets directs et de second tour des hausses antérieures, en particulier dans les économies émergentes où les différentes analyses indiquent l'existence de signes de surchauffe et de tensions de la demande sur les capacités de production. Le renchérissement antérieur des matières premières sur le plan international s'est également diffusé vers les prix à la production au niveau national et pourrait, au cours des prochains trimestres, se transmettre aux prix à la consommation ou se traduire par une nouvelle expansion des charges de compensation. Au niveau de l'activité, la persistance d'une croissance lente dans les pays partenaires pourrait limiter la consolidation de la demande extérieure et sa contribution à la croissance nationale.

3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde

Au terme du mois de mai, les marchés financiers internationaux sont restés marqués par les tensions liées aux difficultés sur les marchés de la dette souveraine de la zone euro. Les perturbations ont particulièrement concerné le compartiment des titres souverains et le marché monétaire, avec une nouvelle hausse des rendements obligataires et des taux interbancaires.

S'agissant de l'activité économique, les derniers indicateurs disponibles révèlent la poursuite du redressement de l'économie mondiale. Cette évolution s'accompagne toutefois de la persistance de niveaux élevés du chômage et de l'émergence d'arbitrages de plus en plus difficiles pour les politiques économiques dans les pays avancés, entre à la fois les objectifs de normalisation des conditions monétaires, de

Graphique 3.1 : Evolution du spread OIS-LIBOR¹



Source : Datastream

¹ 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.

rigueur budgétaire et de soutien à une reprise économique encore fragile.

3.1.1 Conditions financières

En mai, les marchés obligataires ont été caractérisés par une hausse généralisée des taux souverains des pays périphériques de la zone euro. Ainsi, les taux mensuels moyens sur les obligations d'Etat à 10 ans sont passés entre avril et mai 2011, de 13,9% à 15,5% pour la Grèce, de 9,1% à 9,5% pour l'Espagne et de 9,6% à 10,1% pour l'Irlande. En effet, malgré les plans de sauvetage de l'Union européenne et du FMI entamés depuis un an, la situation de l'endettement de plusieurs pays n'a pas connu d'amélioration notable, alors même que l'agence Standard and Poor's a de nouveau abaissé de deux crans la notation grecque, de «BB-» à «B». En revanche, le taux de rendement des bons du Trésor américain à 10 ans s'est établi à 3,19% en mai, alors qu'il était de 3,43% le mois précédent. De même, les taux souverains à 10 ans des obligations françaises et du Bund Allemand ont baissé respectivement de 3,69% à 3,53% et de 3,35% à 3,13%.

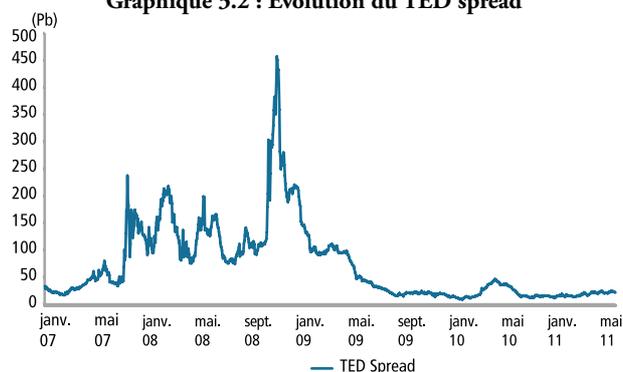
Sur les marchés des dérivés, les CDS des pays périphériques de la zone euro ont enregistré des hausses en mai 2011, alors que ceux des économies émergentes ont connu des évolutions contrastées, allant d'une baisse de 3,6% pour ceux du Brésil à une hausse de 3,6% pour ceux de la Russie, d'avril à mai 2011.

Sur les marchés monétaires, les taux interbancaires aux Etats-Unis et en Europe ont enregistré les mêmes tendances que celles du mois précédent. En effet, le Libor dollar à 3 mois a accusé une baisse s'établissant à 0,26% en mai 2010 contre 0,28% un mois auparavant, tandis que l'Euribor à 3 mois a atteint 1,42% après 1,32%, sur la même période.

Concernant les spread de taux, le Libor-OIS¹ dollar à 3 mois a connu une quasi-stagnation à

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

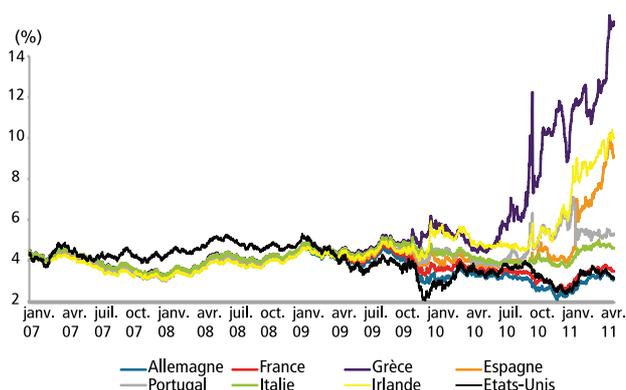
Graphique 3.2 : Evolution du TED spread*



Source : Datastream

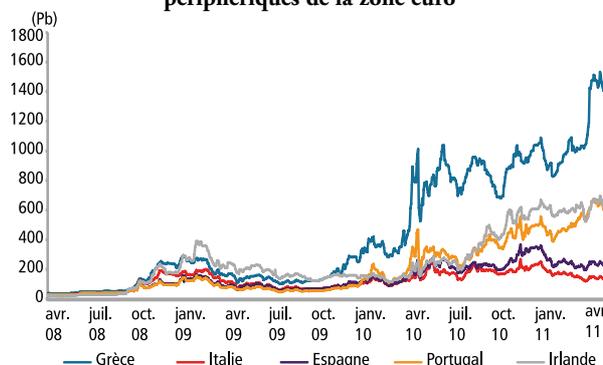
* Le TED spread représente un risque de crédit et correspond à l'écart de taux d'intérêt entre les titres courts émis par le Trésor américain (trois mois) et les prêts interbancaires à 90 jours en dollars américains.

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



Source : Datastream

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



Source : Datastream

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

16 points de base, alors que le Libor-OIS euro à 3 mois a augmenté de 16,7 points de base à 18,2 points.

Pour leur part, les indices boursiers des pays avancés ont enregistré des variations différentes en mai allant d'une baisse de 0,7% pour le FTSE à une hausse de 2,7% pour le DAX, en glissement annuel. Pour leur part, les indices des économies émergentes sont ressortis en baisse, le MSCI EM¹ ayant affiché une baisse de 2,7% en mai 2011, en rythme mensuel. Par ailleurs, l'indice VIX², qui renseigne sur le degré de volatilité des cours sur les marchés boursiers, s'est établi en moyenne à 16,9 points de base, en mai, contre 16,2% un mois auparavant.

Sur les marchés de change internationaux, l'euro a inversé sa tendance haussière enregistrée depuis 5 mois, marquant une dépréciation par rapport aux principales devises, en liaison essentiellement avec la montée des craintes quant à la situation de la dette publique dans plusieurs pays de la zone. Il s'est ainsi déprécié contre le dollar de 2,7% en moyenne entre avril et mai pour s'établir à 1,44 dollar, avec un plus bas niveau de 1,41 dollar pour un euro atteint le 17 mai 2011. La monnaie unique s'est également dépréciée de 3% par rapport au yen japonais, mais s'est appréciée de 2,1% vis-à-vis de la livre sterling.

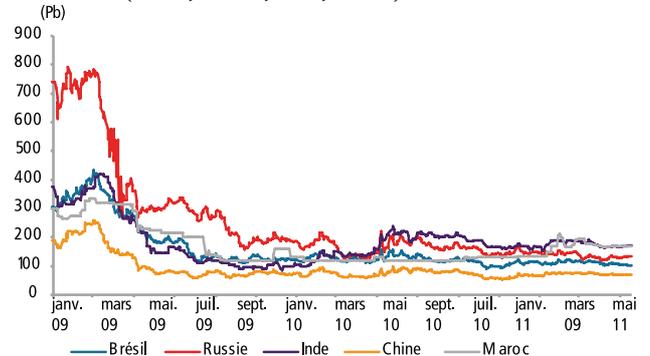
Quant au crédit au secteur privé, il a connu en avril une légère accélération dans la zone euro, progressant de 2,6% en glissement annuel, au lieu de 2,4% en mars, alors qu'aux Etats-Unis, il a marqué une hausse mensuelle de 0,4% en avril, tout en ressortant en baisse de 1% en glissement annuel.

S'agissant des politiques monétaires, les principales banques centrales des économies

¹ L'indice boursier MSCI EM est un indice boursier composite mesurant la performance des marchés d'actions des pays d'Europe Centrale, du Moyen Orient et d'Afrique (République Tchèque, Hongrie, Pologne, Russie, Turquie, Israël, Jordanie, Egypte, Maroc et Afrique du Sud).

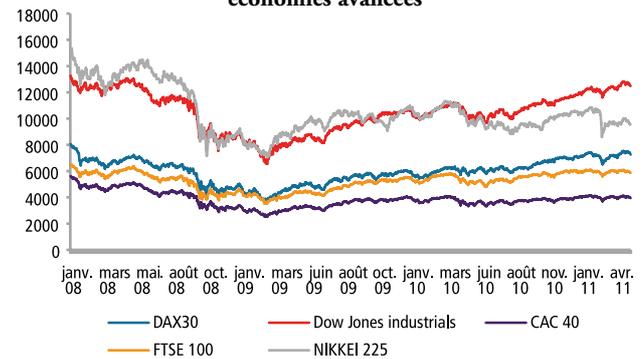
² Le VIX ou le « Chicago Board Options Exchange Volatility Index » est un indicateur de volatilité du marché financier américain. Il est établi quotidiennement par le Chicago Board Options Exchange (CBOE). Cet indice est calculé en faisant la moyenne des volatilités sur les options d'achat (call) et 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. Une faible valeur, à l'inverse, indique un relatif optimisme sur le marché financier américain. La variation de cet indice est plus importante que sa valeur elle-même.

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



Source : Datastream

Graphique 3.6 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



Source : Datastream

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



Source : Datastream

avancées ont maintenu le statu quo lors de leurs dernières réunions. La BCE et la Banque d'Angleterre ont gardé leurs taux directeurs inchangés à respectivement 1,25% et 0,5%, celui de la FED ayant été maintenu dans une fourchette de 0% à 0,25%.

3.1.2 Activité économique dans le monde

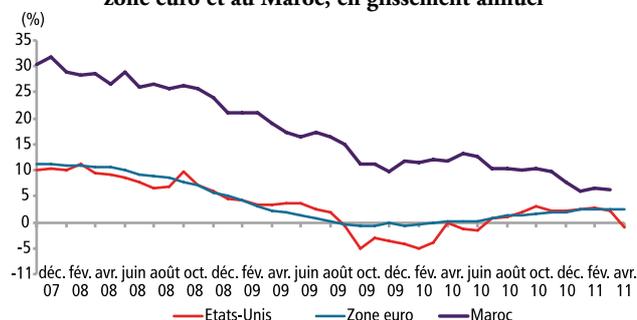
Les données relatives à la conjoncture internationale font apparaître la poursuite de la reprise au premier trimestre 2011. Toutefois, la croissance demeure inégale selon les régions mais également parmi les pays avancés, notamment entre les Etats-Unis et la zone euro.

Selon les dernières données du Département américain du commerce, le PIB a augmenté de 1,8% aux Etats-Unis au premier trimestre 2011 en rythme trimestriel annualisé et de 2,3% en glissement annuel, après respectivement 3,1% et 2,8% au trimestre précédent. Cette évolution est imputable à la décélération du rythme de progression de la consommation des ménages de 4,1% à 2,7%, ainsi que de celui des exportations de 8,6% à 4,9%.

Dans la zone euro, la croissance s'est en revanche accélérée, pour atteindre 0,8% en variation trimestrielle ou 2,5% en glissement annuel, soit le rythme le plus rapide depuis plus de trois ans. Outre la légère amélioration du commerce extérieur de la zone, cette performance est attribuable à un rebond de l'investissement et à une hausse de la consommation privée en Allemagne et en France. Par pays, elle recouvre une nette accélération de la croissance allemande de 3,8% à 4,8% et de la France de 1,5% à 2,2%, ainsi que des hausses du PIB en Italie et en Espagne limitées à 1% et 0,8% respectivement.

Au Japon, le PIB a connu un deuxième trimestre consécutif de baisse suite aux effets prolongés du séisme de mars dernier. Il s'est ainsi replié de 0,9% en variation trimestrielle au premier trimestre 2011, après 0,8% le trimestre précédent. En glissement annuel, la croissance japonaise ressort à -0,7% après une hausse de 2,4% au quatrième trimestre 2010.

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



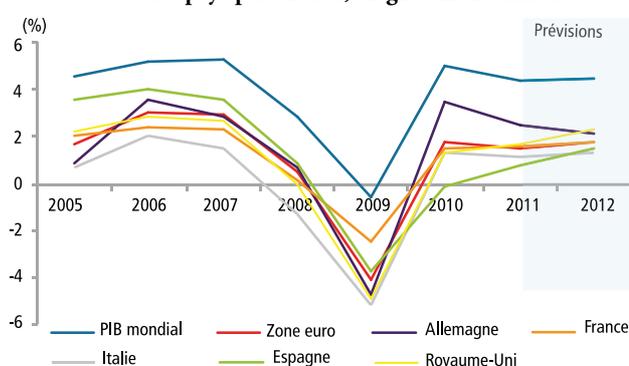
Source : Datastream

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

	2009		2010			2011	
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Etats-Unis	-2,7	0,2	2,4	3	3,2	2,8	2,3
Zone euro	-4	-2	0,8	2	2	2	2,5
France	-2,7	-0,5	1,2	1,6	1,7	1,5	2,2
Allemagne	-4,4	-2	2,1	3,9	3,9	4	4,8
Italie	-4,7	-2,9	0,6	1,5	1,4	1,5	1
Espagne	-3,9	-3	-1,4	0	0,2	0,6	0,8
Chine	9,6	11,3	11,9	10,3	9,6	9,8	9,7

Source : Eurostat

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



Source : FMI

Au niveau des pays émergents d'Asie, la croissance est restée vigoureuse en Chine à 9,7% en glissement annuel au premier trimestre 2011 contre 9,8% au quatrième trimestre 2010, en liaison principalement avec le dynamisme soutenu des dépenses de consommation des ménages, de l'investissement et du commerce extérieur.

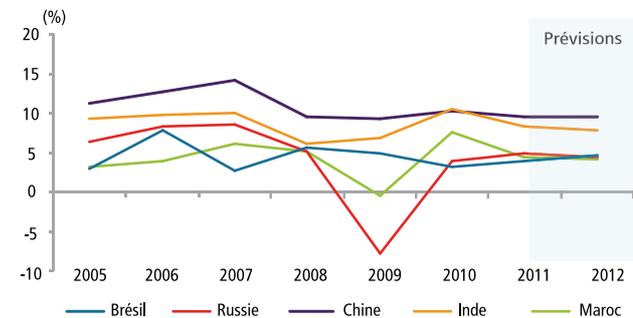
Les indicateurs à haute fréquence les plus récents laissent entrevoir la poursuite du redressement de l'activité économique dans les principales économies avancées. L'indice de confiance du consommateur américain (du Conference Board) s'est établi à 65,4 points en avril 2011, en progression de 2,5% d'un mois à l'autre et de 13,3% en glissement annuel. L'ISM manufacturier a, pour sa part, enregistré une baisse de 1,3% en avril 2011 d'un mois à l'autre et est resté cependant stable en glissement annuel.

Dans la zone euro, l'indice PMI manufacturier a atteint 57,7 points en avril au lieu de 57,5 points le mois précédent, tandis que l'indice PMI composite s'est légèrement accru de 0,3% d'un mois à l'autre et de 0,9% en glissement annuel pour s'établir à 57,8 points.

Pour ce qui est des indicateurs coïncidents, notamment la production industrielle, elle a enregistré aux Etats-Unis une progression mensuelle de 0,8% en avril, mais a en revanche baissé dans la zone euro de 0,2% en mars après une hausse de 0,6% un mois auparavant.

S'agissant des perspectives économiques dans le monde, elles demeurent globalement favorables selon les dernières projections de la plupart des organismes internationaux. Cependant, plusieurs facteurs de risque entravent encore la consolidation de la reprise dans les économies industrialisées où la production dans de nombreux pays n'a pas encore atteint son niveau d'avant crise et les marchés de l'emploi demeurent marqués par des niveaux élevés du chômage. Dans les pays périphériques de la zone euro, les incertitudes résultent de la conjonction d'une croissance encore très modeste et de l'accentuation des déséquilibres budgétaires et des bilans des institutions financières. En revanche, les risques

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



Source : FMI

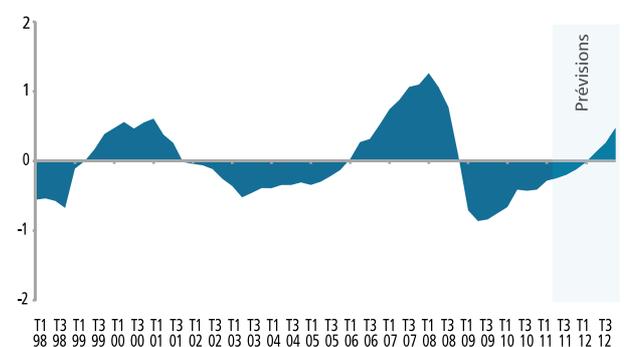
Tableau 3.2 : Perspectives de la croissance dans le monde

	Projections					
	OCDE*		Commission* européenne		FMI*	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012
PIB mondial	-	-	4,0	4,1	4,4	4,5
Etats-Unis	2,6	3,1	2,6	2,7	2,8	2,9
Zone euro	2,0	2,0	1,6	1,8	1,6	1,8
Allemagne	3,4	2,5	2,6	1,9	2,5	2,1
France	2,2	2,1	1,8	2,0	1,6	1,8
Italie	1,1	1,6	1,0	1,3	1,3	1,1
Espagne	0,9	1,6	0,8	1,5	0,8	1,6
Royaume Uni	1,4	1,8	1,7	2,1	1,7	2,3
Chine	9,0	9,2	9,3	9,0	9,6	9,5
Inde	8,5	8,6	8,0	8,2	8,2	7,8
Brésil	4,1	4,5	4,4	4,3	4,5	4,1
Russie	4,9	4,5	4,5	4,2	4,8	4,5

*OCDE prévisions nov.2010, Commission européenne : mai. 2011, FMI: avril 2011

Sources : Fonds monétaire international, Commission européenne, OCDE.

Graphique 3.11 : Output-gap des principaux pays partenaires



Sources : Commission européenne et calculs BAM

au niveau des pays émergents concernent moins les perspectives de croissance que les signes de surchauffe et de hausse des tensions inflationnistes.

Selon les dernières projections du FMI d'avril 2011, le PIB mondial croîtrait de 4,4% et de 4,5% respectivement en 2011 et 2012. Dans les pays avancés, la croissance atteindrait 2,4% en 2011 et 2,6% en 2012, alors que dans les pays émergents et en développement, la croissance resterait stable entre 2011 et 2012 à 6,5%. Par pays, le FMI table sur une augmentation du PIB aux Etats-Unis de 2,8% en 2011 et de 1,6% dans la zone euro.

S'agissant des principaux pays partenaires du Maroc, le FMI prévoit 1,6% et 1,8% pour la France, 2,5% et 2,1% en Allemagne, 1,1% et 1,3% en Italie et 0,8% et 1,6% pour l'Espagne. En Chine, le PIB augmenterait de 9,6% et 9,5% respectivement en 2011 et 2012, tandis qu'en Inde, la croissance s'établirait à 8,2% et à 7,8%.

Les nouvelles perspectives de l'OCDE à fin mai 2011 laissent apparaître des révisions à la hausse du PIB pour la majorité des pays avancés en 2011 et 2012 par rapport aux perspectives de novembre dernier. Ainsi, la croissance atteindrait en 2011, 2,6% aux Etats-Unis et 2% dans la zone euro, avec notamment une hausse du PIB de 2,2% en France, de 3,4% en Allemagne, de 1,1% en Italie et 0,9% en Espagne. Concernant les économies émergentes d'Asie, le PIB augmenterait en 2011 de 9% en Chine et de 8,5% en Inde. Dans les pays d'Amérique latine, la croissance atteindrait 4,1% notamment au Brésil.

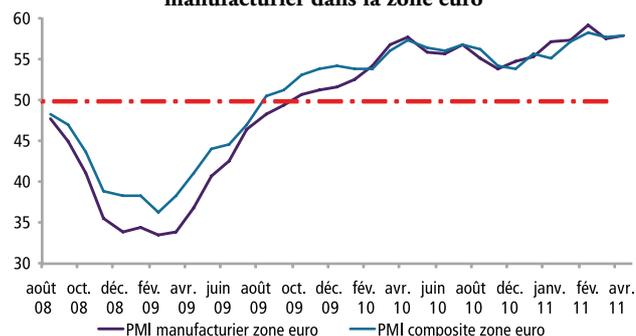
Les dernières prévisions de la Commission européenne de mai 2011, pour leur part, sont en ligne avec celles du Fonds, faisant ressortir la poursuite de l'amélioration du PIB dans la plupart des pays avancés en 2011, avec des rythmes différenciés. Sur la base de ces éléments, l'output-gap agrégé des principaux pays partenaires du Maroc ne devrait afficher des valeurs significativement positives qu'à partir du deuxième trimestre 2012.

Graphique 3.12 : Evolution de l'ISM aux Etats-Unis



Source : Datastream

Graphique 3.13 : Evolution du PMI composite et manufacturier dans la zone euro



Source : Datastream

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

	2009	2010	M2 2011	M3 2011	M4 2011
Etats-Unis	9,3	9,6	8,9	8,8	9,0
Zone euro*	9,4	10	9,9	9,9	9,9
France	9,5	9,8	9,5	9,5	9,4
Italie	7,8	8,5	8,2	8,3	9,1
Allemagne	7,5	6,9	6,4	6,3	6,1
Espagne	18	20,1	20,6	20,7	20,7
Royaume-Uni	7,6	7,9	7,6	n.a	n.a

(*) Indices harmonisés
Source : Eurostat

3.1.3 Marché de l'emploi

Les difficultés sur le marché de l'emploi persistent à l'échelle internationale, notamment au niveau des pays avancés qui restent confrontés à des taux de chômage élevés. En effet, le taux de chômage a augmenté en mai 2011 aux Etats-Unis, pour atteindre 9,1% après 9% en avril. Dans la zone euro, il s'est stabilisé à 9,9% en avril, avec notamment un taux record de 20,7% en Espagne, et des taux de 9,4 % en France, de 8,1% en Italie et de 6,1% en Allemagne.

Par ailleurs, d'après les prévisions de plusieurs organismes internationaux, les taux de chômage devraient rester élevés en 2011 dans les pays avancés avant de connaître une légère décline à l'horizon 2012.

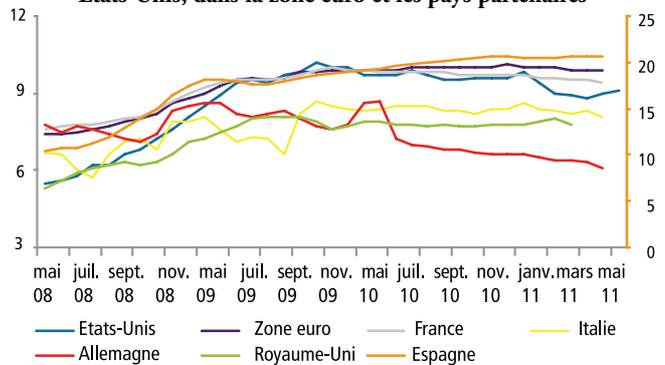
Selon les dernières projections du FMI, le taux de chômage aux Etats-Unis atteindrait 8,6% et 7,8% respectivement en 2011 et 2012, De même, dans la zone euro, ce taux serait de 9,9% et 9,6% respectivement en 2011 et 2012. Concernant la Commission européenne, ses dernières prévisions de mai tablent sur un taux de chômage de 8,7% en 2011 aux Etats-Unis et de 10% dans la zone euro.

Pour les pays partenaires, le FMI et la Commission européenne prévoient un taux de chômage en 2011 et 2012 largement supérieur à son niveau d'avant crise en France, en Italie, en Espagne et au Royaume-Uni. En revanche, le marché de l'emploi en Allemagne devrait connaître une baisse du chômage à des niveaux proches, voir inférieurs aux taux d'avant crise en cas de poursuite de la reprise à son rythme actuel.

3.2 Prix des matières premières et de l'inflation

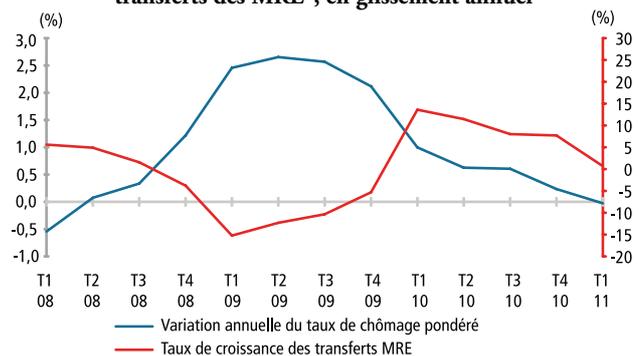
En liaison avec l'appréciation du dollar et le recul de la demande, les prix des matières premières ont globalement été orientés à la baisse au cours du mois de mai, en rupture avec la tendance observée depuis plusieurs mois. Quant à l'inflation, elle a poursuivi sa hausse au cours du mois d'avril, suite notamment à la

Graphique 3.14 : Evolution du taux de chômage mensuel aux Etats-Unis, dans la zone euro et les pays partenaires



Source : Eurostat

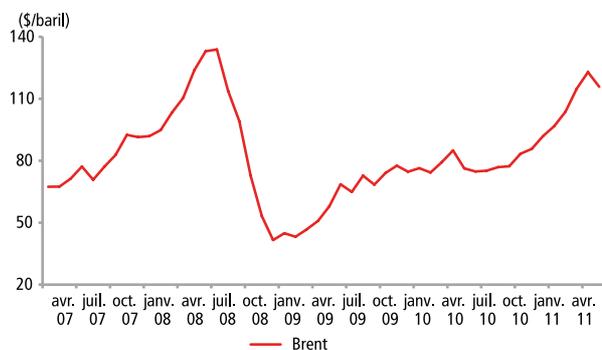
Graphique 3.15 : Evolution du taux de variation du chômage pondéré des pays partenaires et du taux de croissance des transferts des MRE*, en glissement annuel



* 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 3.16 : Cours mondial du Brent en dollar



Source : Datastream

poursuite de la diffusion du renchérissement antérieur des prix des produits alimentaires de base.

3.2.1 Prix des matières premières énergétiques

Au cours du mois de mai, le prix du pétrole a accusé une baisse de 5% d'un mois à l'autre, tout en restant à un niveau de 115 dollars le baril, en hausse de 50% en glissement annuel. En effet, le cours du Brent a perdu 12 dollars durant les cinq premiers jours du mois, affecté par l'appréciation du dollar et par les conditions sur le marché international, caractérisées par la faiblesse de la demande et par une offre abondante.

La persistance des prix élevés, conjuguée aux perspectives favorables quant à la croissance dans les pays avancés, a impliqué un relèvement des prévisions de la demande mondiale par l'Agence Internationale de l'Energie (AIE) qui devrait atteindre 89,2 mb/j en 2011 soit une hausse de 1,3 mb/j par rapport à l'année précédente. Pour sa part, l'OPEP a maintenu ses prévisions de la demande inchangées, et table sur une compensation des effets entre les phases de hausse et de baisse des prix. L'organisation a également prévu une stabilité de l'offre du Moyen Orient, la hausse de la production de Sultanat d'Oman, suite à la mise en œuvre du projet Harweel EOR, devant compenser la baisse de la production de la Syrie et du Yémen.

S'agissant des perspectives, le FMI a estimé en avril que le prix du baril atteindrait 107,16 dollars en 2011, et 108 dollars le baril en 2012, contre 89,50 dollars en 2011 et 89,75 dollars en 2012 selon la prévision de janvier. Sur les marchés des futures, le prix du Brent est de 110,9 dollars pour 2011 et de 108,25 dollars pour 2012.

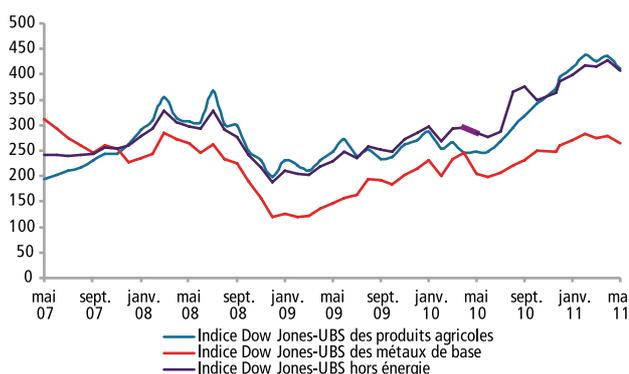
Concernant le prix du charbon, il a enregistré un accroissement de 22,9% en glissement annuel en raison de la vigueur de la demande chinoise et japonaise, ainsi que de l'impact des pénuries d'offre suite aux inondations qui ont touché les mines australiennes et colombiennes.

Tableau 3.4 : Futures du prix du pétrole (Brent en dollars US) et du gaz naturel en (\$/mmbtu)

	T2:11	T3:11	T4:11	T1:12	2011	2012	2013
Pétrole	116,21	111,41	110,47	109,72	110,91	108,25	104,58
Gaz naturel	9,60	10,04	11,62	11,33	10,15	11,01	11,33

Source : Bloomberg

Graphique 3.17 : 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

	T2:11	T3:11	T4:11	T1:12	2011	2012	2013
Blé (cents/bu)	784,6	851,4	897,8	921,7	830,3	929,2	934,1
Maïs (cents/bu)	746,1	713,8	668,2	678	699,7	648,5	603
Sucre (11cents/bl)	23,1	22	22,3	22,2	24,4	22,1	21,3

Source : Bloomberg

3.2.2 Prix des matières premières hors énergie

Les prix des matières premières hors énergie ont marqué un repli en mai, après plusieurs mois de hausse, comme en atteste la baisse de l'indice de Dow Jones UBS (DJ-UBS) de 4,9% d'un mois à l'autre, reflétant à la fois la baisse de l'indice DJ UBS des produits agricoles¹ et celui des métaux de base² de respectivement 5,7% et 5,6%.

Cette évolution tient essentiellement au raffermissement du dollar et aux incertitudes entourant l'offre. En outre, le léger ralentissement de la croissance aussi bien aux Etats-Unis que dans les pays émergents a été accompagné d'un recul des importations des métaux de base, se traduisant par la régression du prix de l'acier de 11,9%, du zinc de 9,1% et du cuivre de 6,1% en glissement mensuel. Au niveau du marché des produits agricoles, le prix du coton a baissé de 16% suite au recul de la demande émanant de l'industrie du textile, tandis que celui du sucre a accusé une baisse de 10% en liaison avec l'effet sur l'offre de la récolte exceptionnelle en Thaïlande.

Concernant le phosphate et ses dérivés, ils ont poursuivi leur renchérissement au cours du mois de mai en liaison avec la vigueur de la demande. Ainsi, le prix du phosphate brut s'est accru de 46% en glissement annuel, bien qu'il se soit maintenu à 182,5 dollars la tonne pour le deuxième mois consécutif. Pour leur part, les prix du chlorure de potassium et du TSP ont enregistré des hausses mensuelles de 16,7% et 2,2%, soit des augmentations annuelles de 73% et 55% respectivement, alors le prix du DAP a accusé une baisse de 1,1% d'un mois à l'autre, avec une hausse de 32% en glissement annuel.

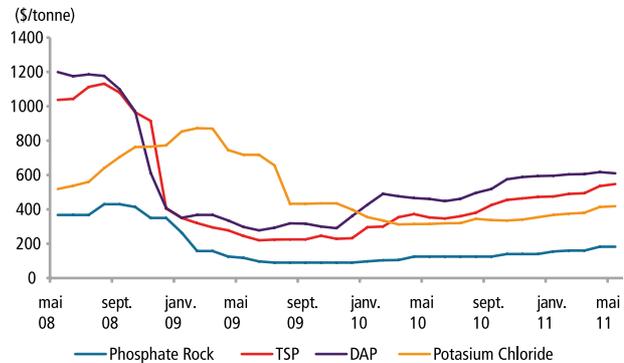
3.2.3 Inflation dans le monde

L'inflation a progressé en avril dans l'ensemble des pays, en raison du renchérissement des produits de base énergétiques et alimentaires. Aux Etats-Unis, l'inflation a atteint 3,2% contre 2,7% en mars, portée notamment par une augmentation

¹ Le DJ-UBS des produits agricoles est composé du blé, maïs, soja, sucre, coton, café et huile de soja

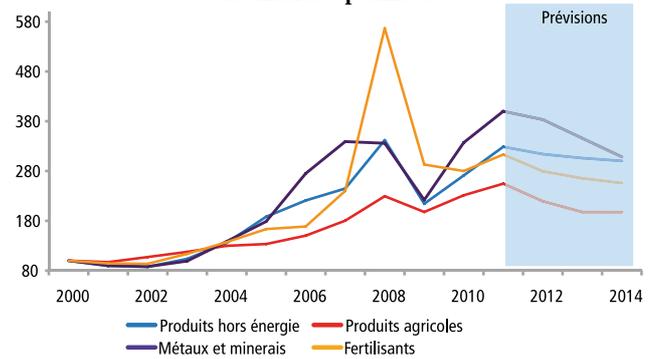
² Le DJ-UBS des métaux de base se compose de : l'aluminium, cuivre, zinc et du nickel

Graphique 3.18 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés



Source : Banque mondiale

Graphique 3.19 : 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

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

(*) Indices harmonisés

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

de 3,2% de l'indice des prix de l'énergie. Dans la zone euro, l'inflation a atteint 2,8%, soutenu par la hausse des indices des prix des transports (5,9%), du logement (5%) et des boissons alcoolisées et tabac (3,4%). Concernant les principaux partenaires, l'IPC s'est accru de 3,5% en Espagne, de 2,9% en Italie, de 2,7% en Allemagne et de 2,2% en France. En Chine, l'inflation a légèrement baissé d'un mois à l'autre, mais reste élevée à 5,3% en avril et à 5,1% au cours des quatre premiers mois de l'année, en liaison avec les effets directs et indirects des fluctuations des prix des matières premières.

Concernant les perspectives à court terme, le FMI table sur un affaiblissement du mouvement haussier des prix des produits de base à l'horizon de 2012, induisant ainsi une modération généralisée de l'inflation. Cette dernière devrait ainsi s'établir en 2011 à 2,2% et 6,9% respectivement dans les pays avancés et les pays émergents et en développement, avant de revenir en 2012 à 1,7% et 5,3% respectivement. Par pays, l'inflation s'établirait aux Etats-Unis et en zone euro à 2,2% et 2,3% en 2011 et à 1,6% et 1,7%, en 2012 respectivement.

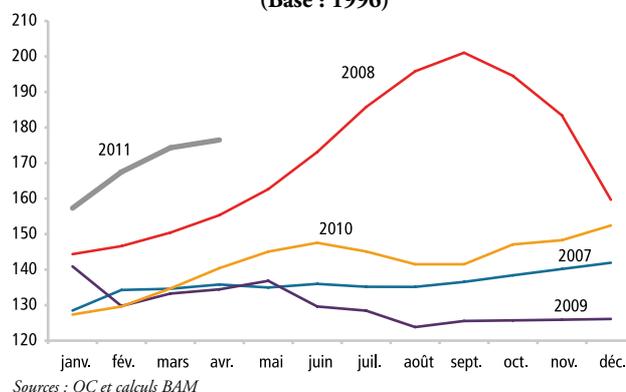
En revanche, elle passerait de 5% et 7,5% en 2011 à 2,5% et 6,9% en 2012 que pour la Chine et l'Inde.

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 enregistré en avril 2011 une hausse mensuelle de 1,3%, au lieu de celle de 4% observée au mois de mars. Ainsi, l'IPM des produits miniers a affiché un accroissement de 2,5% d'un mois à l'autre, contre 10% un mois auparavant, sous l'effet notamment de l'augmentation de 2,2% du prix unitaire moyen à l'importation du soufre brut.

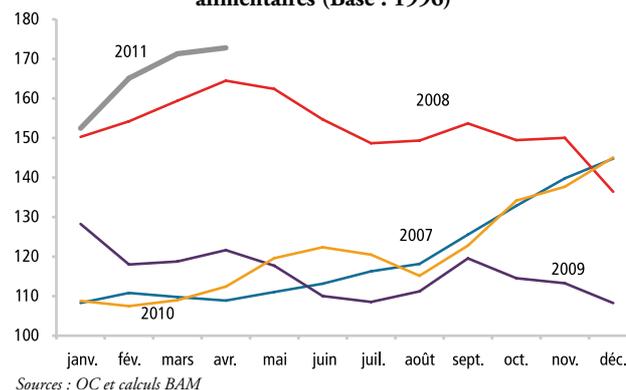
Dans le même temps, l'IPM des produits alimentaires a marqué une hausse de 0,8%, au lieu de celle de 3,8% en mars. Cette évolution

Graphique 3.20 : Indice des prix à l'import hors énergie (Base : 1996)



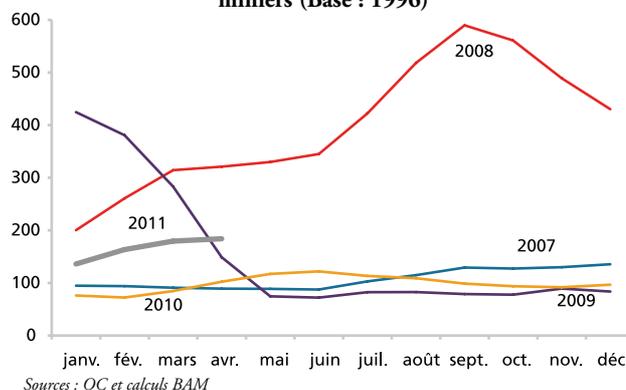
Sources : OC et calculs BAM

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



Sources : OC et calculs BAM

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



Sources : OC et calculs BAM

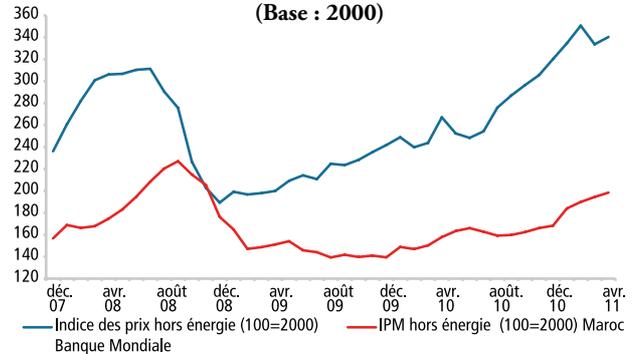
s'explique essentiellement par l'accroissement de 2,4% du prix unitaire moyen à l'importation du blé, atténué par une légère baisse de ceux du maïs et du sucre. L'IPM des produits alimentaires et celui des produits miniers reflètent bien l'évolution des cours sur les marchés mondiaux.

De même, l'IPM des demi-produits s'est accru de 3%, au lieu de celle de 5,8% observée un mois auparavant, en liaison pour l'essentiel avec la progression de 2,3% du prix unitaire moyen à l'import des matières plastiques et de 3,3% de celui des papiers et cartons

En glissement annuel, l'IPM hors énergie a enregistré en avril une augmentation de 25,7%. L'IPM des produits miniers s'est accru de 80%, en relation principalement avec l'augmentation sensible du prix unitaire à l'importation du soufre. Pour sa part, l'IPM des produits alimentaires a enregistré une augmentation de 53,7%, attribuable notamment à la croissance de 96% du prix unitaire à l'importation du blé et de 41,5% de celui du maïs. Parallèlement, l'IPM des demi-produits a enregistré un accroissement de 23,8%, consécutivement notamment à la progression de 27,3% du prix unitaire à l'importation des fils et barres.

Compte tenu de la tendance haussière des cours mondiaux des matières premières, observée durant les derniers trimestres, les pressions inflationnistes émanant des prix à l'importation seraient orientées à la hausse au cours des prochains trimestres. Toutefois, les perspectives d'évolution des indices des prix des matières premières pour les années 2012-2014, laissent indiquer une modération des tensions inflationnistes.

Graphique 3.23 : Evolution de l'indice des prix des matières premières mondial et de l'IPM hors énergie national (Base : 2000)



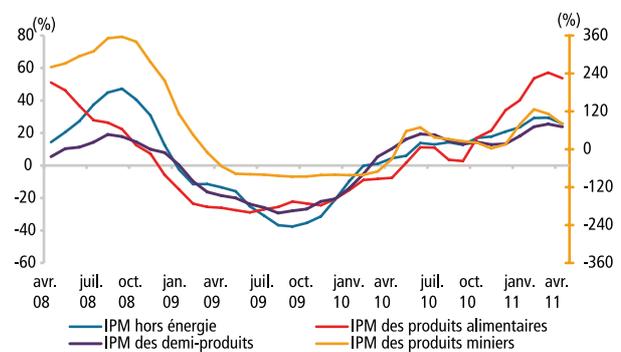
Sources : OC, Banque mondiale et calculs BAM

Tableau 3. 7 : Evolution de l'IPM

	Variation mensuelle en %			Variation annuelle en %		
	fév. 11	mars 11	avr. 11	fév. 11	mars 11	avr. 11
IPM hors énergie	6,5	4,0	1,3	29,2	29,4	25,7
IPM alimentaires	8,3	3,8	0,8	53,6	57,2	53,7
IPM demi-produits	5,3	5,8	3	23,9	25,5	23,8
IPM miniers	20,1	10,0	2,5	126,3	112,2	80,0

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

Graphique 3.24 : Evolution des IPM, en glissement annuel



Sources : OC et calculs BAM

4. CONDITIONS MONÉTAIRES ET PRIX DES ACTIFS

Les dernières données disponibles à fin avril 2011 font ressortir la poursuite du ralentissement de la croissance de M3 qui s'est établie à 4,1% en avril 2011 en glissement annuel, au lieu de 4,3% au premier trimestre et de 5,4% au quatrième trimestre 2010. Cette évolution reflète principalement la décélération du rythme de progression des dépôts à terme et la baisse des titres des OPCVM monétaires. Dans ces conditions, l'excédent monétaire en termes réels s'est maintenu à des niveaux négatifs et ce, depuis le deuxième trimestre 2010. Pour sa part, le crédit a continué à évoluer à un rythme proche de celui enregistré depuis le début de l'année, soit 6,8% en avril au lieu de 6,4% au premier trimestre 2011. S'agissant des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le premier trimestre 2011 indiquent un repli du taux d'intérêt moyen pondéré du crédit, en relation essentiellement avec le fléchissement des taux assortissant les facilités de trésorerie et les prêts immobiliers. Concernant le taux de change effectif du dirham, il est resté quasiment inchangé en termes nominaux d'un trimestre à l'autre. En termes réels, il s'est déprécié de 1%, en liaison avec l'évolution favorable du différentiel d'inflation. Quant à l'indice des prix des actifs immobiliers, il s'est accru de 5%, après 1,2% le trimestre précédent, reflétant la hausse des prix de l'ensemble des catégories de biens. Combinées aux prévisions de M3 et du crédit bancaire pour les prochains trimestres, les évolutions récentes indiquent, dans l'ensemble, l'absence de pressions inflationnistes, émanant des conditions monétaires.

4.1 Conditions monétaires

4.1.1 Taux d'intérêt

Dans un contexte caractérisé par une prévision centrale qui reste en ligne avec l'objectif de stabilité des prix et une légère orientation à la hausse de la balance des risques, le Conseil de Bank Al-Maghrib a décidé, lors de sa dernière réunion du 29 mars 2011, de maintenir le taux directeur à 3,25%. Dans ces conditions, le taux interbancaire s'est situé à 3,28% en moyenne entre avril et mai 2011, soit une baisse d'un point de base par rapport au premier trimestre.

Parallèlement, les taux à l'émission des bons du Trésor à court, à moyen et à long termes, ont accusé de légères baisses en avril 2011 et ce, après avoir connu des évolutions divergentes au titre du premier trimestre. Le même profil d'évolution a été observé au niveau du marché secondaire, aussi bien pour les rendements à court terme que pour ceux assortissant les bons à moyen et à long termes.

S'agissant des taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois, après avoir marqué une stabilité entre le quatrième trimestre 2010 et le premier trimestre 2011, s'est

Graphique 4.1 : Evolution du taux interbancaire (données quotidiennes)

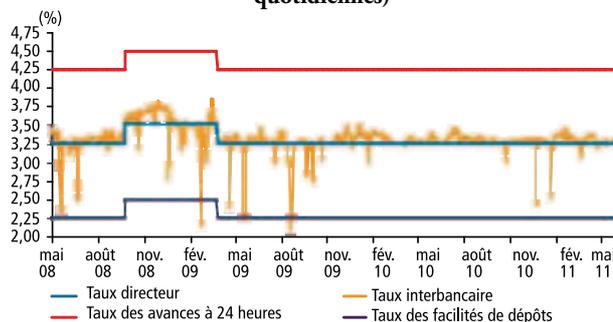


Tableau 4.1 : Evolution des taux de rendement des bons du Trésor sur le marché primaire

	2009		2010			2011		avr. 2011
	T4	T1	T2	T3	T4	T1		
13 semaines	3,25	3,44	3,39	-	3,29	3,31	3,29	
26 semaines	3,28	3,56	3,45	3,41	3,33	-	-	
52 semaines	3,37	3,62	3,55	3,49	3,48	3,46	-	
2 ans	3,57	3,73	3,69	3,68	3,62	3,63	3,60	
5 ans	3,74	3,95	3,90	3,90	3,85	3,85	3,83	
10 ans	-	4,20	4,19	4,17	4,15	4,13	4,12	
15 ans	-	4,32	4,35	-	4,34	4,32	4,32	

inscrit en repli de 13 points de base en avril. Cette évolution reflète la baisse du taux appliqué sur les dépôts à 12 mois, celui assortissant les dépôts à 6 mois étant resté quasiment stable.

Concernant les conditions débitrices, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques, pour le premier trimestre 2011, font ressortir une baisse de 9 points de base du taux moyen pondéré du crédit bancaire, qui est revenu à 6,12%. Cette évolution reflète le repli, essentiellement, des taux appliqués aux facilités de trésorerie et aux prêts immobiliers, et dans une moindre mesure, ceux des crédits à la consommation. En revanche, les taux des crédits à l'équipement ont connu une nouvelle hausse.

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

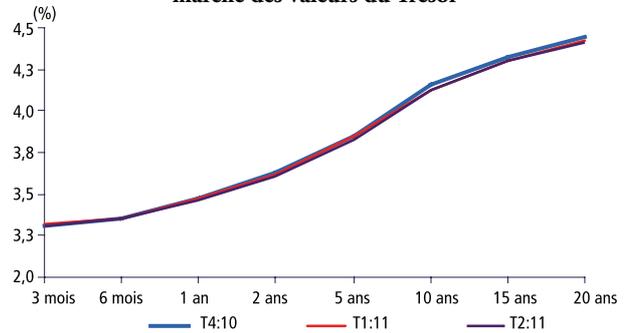


Tableau 4.2 : Taux créditeurs (placements à terme)

	2009		2010			2011	
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	avr.2011
6 mois	3,24	3,28	3,32	3,32	3,33	3,28	3,29
12 mois	3,69	3,65	3,64	3,71	3,77	3,79	3,64
Moyenne pondérée	3,54	3,48	3,48	3,59	3,60	3,60	3,47

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

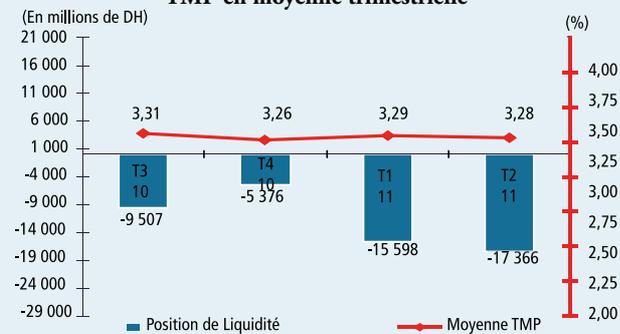
Au cours du premier trimestre de l'année 2011, l'insuffisance des trésoreries bancaires⁽¹⁾ s'est fortement creusée passant de 5,4 milliards de dirhams en fin T4 2010 à 15,6 milliards au 31 mars 2011, et cela en raison de l'évolution restrictive des facteurs autonomes de la liquidité bancaire (hors interventions du Trésor sur le marché monétaire) de près de 8,1 milliards de dirhams.

En effet, les opérations sur avoirs extérieurs ont induit une ponction de liquidité de 6,6 milliards de dirhams résultant de la différence entre les cessions de billets de banque étrangers qui ont atteint 6,2 milliards de dirhams et les achats de devises par les banques commerciales qui ont totalisé 12,8 milliards de dirhams.

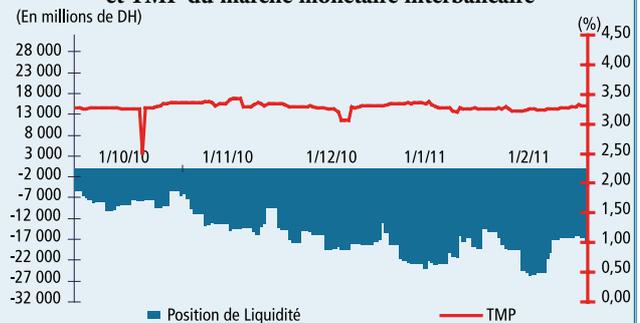
De même, l'augmentation de la circulation de la monnaie fiduciaire a atteint 1,3 milliard de dirhams suite aux sorties enregistrées principalement au cours du mois de février atteignant 970 millions de dirhams.

En revanche, les opérations du Trésor (hors placements sur le marché monétaire) ont été à l'origine d'une injection de liquidité de 589 millions de dirhams en raison des remboursements des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (16,8 milliards de dirhams), du règlement des salaires (13 milliards de dirhams), du paiement des dépenses de la compensation (13 milliards de dirhams) et de la pension des retraités (2,4 milliards de dirhams). Ces opérations ont été partiellement compensées par les souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (24,4 milliards de dirhams) et l'encaissement des recettes fiscales (20 milliards de dirhams).

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



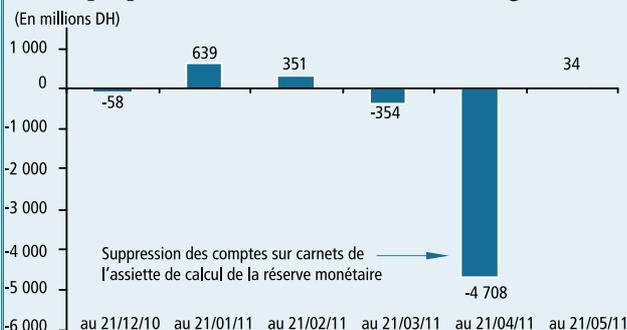
Graphique E 4.1.2 : Position de liquidité et TMP du marché monétaire interbancaire



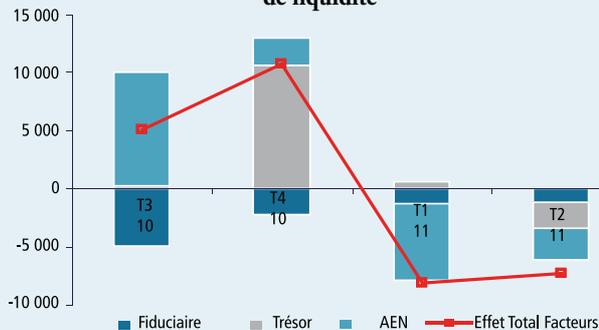
¹ Position de Liquidité = Solde des Banques – Réserves Obligatoires +/- Interventions de Bank Al-Maghrib +/- Interventions du Trésor sur le marché monétaire

Au cours du deuxième trimestre 2011⁽²⁾, l'insuffisance moyenne des trésoreries bancaires s'est légèrement creusée de 1,8 milliard de dirhams, en raison principalement de l'évolution très restrictive des facteurs autonomes (-7,2 milliards de dirhams) qui a été partiellement compensée par la décision du conseil de la banque d'exclure les comptes sur carnets de l'assiette de calcul de la réserve monétaire (+4,7 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



Les opérations sur avoirs extérieurs ont induit une ponction de liquidité de 2,6 milliards de dirhams résultant de la différence entre les achats de devises par les banques commerciales qui ont totalisé 6,8 milliards de dirhams et les cessions de billets de banque étrangers qui ont atteint 4,1 milliards de dirhams.

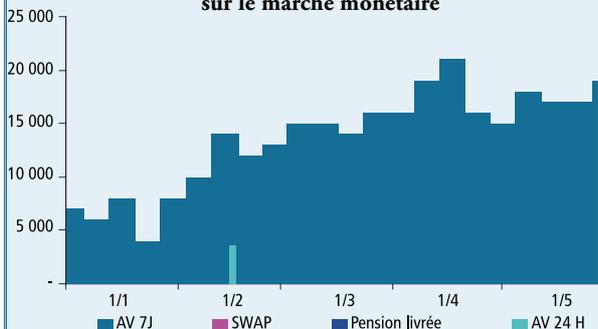
De même, les opérations du Trésor ont impacté négativement les trésoreries bancaires de 2,3 milliards de dirhams en raison des souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (9,9 milliards de dirhams) et de l'encaissement des recettes fiscales relatif au 1er acompte de l'IS de l'année 2011 (13 milliards de dirhams), partiellement compensées par les remboursements des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (13,4 milliards de dirhams) et le paiement des dépenses de la compensation (6,4 milliards de dirhams). L'augmentation de la circulation de la monnaie fiduciaire a atteint 1,1 milliard de dirhams.

Durant cette période, les interventions du Trésor sur le marché monétaire ont exercé un effet expansif net de 2 milliards de dirhams sur la liquidité bancaire et ont porté sur un encours quotidien moyen de 3 milliards de dirhams contre 1,5 milliard de dirhams le trimestre précédent.

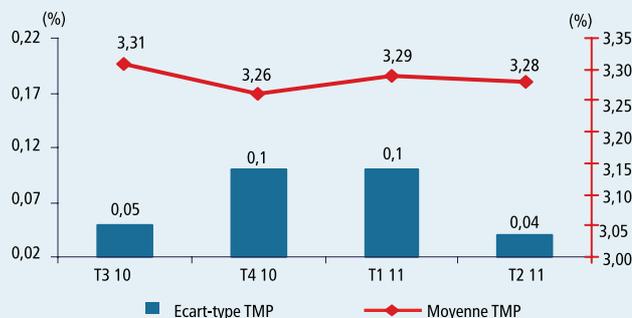
En vue de combler l'insuffisance des trésoreries bancaires qui a atteint en moyenne 20 milliards au cours de ce trimestre, Bank Al-Maghrib est intervenue au moyen des opérations d'avances à 7 jours pour un montant quotidien moyen de 17,5 milliards de dirhams contre 11,2 milliards d'injections moyennes le trimestre précédent.

Au cours du deuxième trimestre de l'année 2011, le taux moyen pondéré s'est établi en moyenne à 3,28%, en baisse d'un point de base par rapport au trimestre précédent. En outre, la volatilité du TMP a baissé de 4 points de base par rapport au niveau enregistré durant le 1er trimestre 2011 pour s'établir à 6 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 Le deuxième trimestre de l'année 2011 ne comprend que la période allant du 1er avril au 27 mai 2011

4.1.2 Monnaie, crédit et placements liquides

Evolution de M3

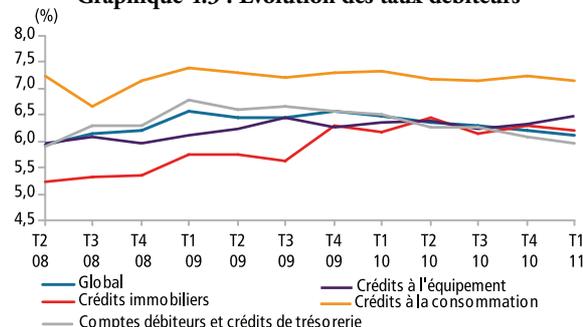
Le rythme annuel de croissance de l'agrégat de monnaie M3 a poursuivi sa décélération en avril 2011, revenant à 4,1% au lieu de 4,3% le trimestre précédent et à 5,4% au dernier trimestre 2010. En conséquence, l'excédent monétaire s'est maintenu à un niveau négatif, confirmant ainsi l'absence de pressions inflationnistes d'origine monétaire à moyen terme.

Cette évolution reflète l'impact négatif de l'expansion des ressources non monétaires et du ralentissement de la hausse des avoirs extérieurs nets, qui ont atténué l'effet positif de l'accélération des taux de progression des créances sur l'économie et des créances nettes sur l'administration centrale.

L'analyse des principales composantes de la masse monétaire fait ressortir des profils d'évolution divergents entre le premier trimestre 2011 et avril. En effet, les titres des OPCVM monétaires ont accusé une baisse de près de 15%, contribuant ainsi à la décélération de M3. Pour leur part, les dépôts à terme ont vu leur taux de croissance en glissement annuel, revenir à 3,8% en avril, après 5,2% au premier trimestre de l'année. En revanche, les taux d'accroissement de la monnaie fiduciaire et des moyens de paiement scripturaux se sont accrus, respectivement, de 9,8% et de 4,5% en avril, au lieu de 7,7% et de 4,3% au 1er trimestre 2011. S'agissant des placements à vue, leur taux de progression annuel est passé de 7,2% à 7,5%, tiré essentiellement par les comptes d'épargne auprès des banques, ces derniers ayant augmenté de 7,8% en avril, après 7,4% au trimestre précédent.

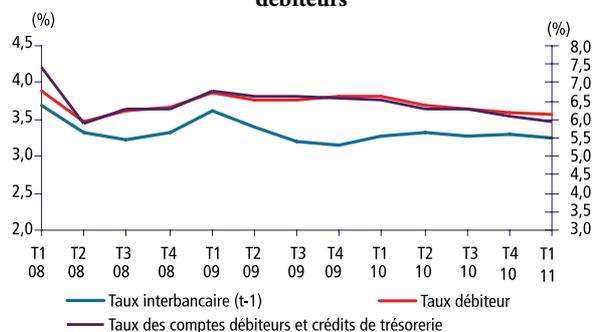
Par type de déposants, la structure des dépôts montre une légère accélération du rythme de

Graphique 4.3 : Evolution des taux débiteurs

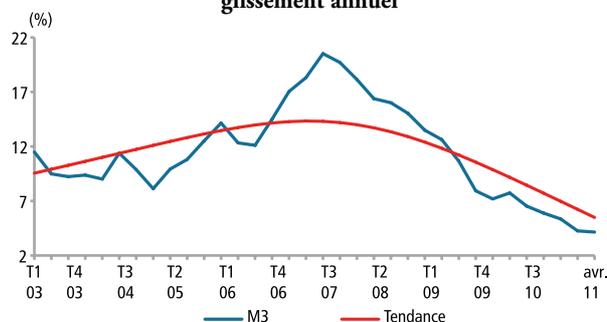


Source : Enquête trimestrielle de BAM auprès des banques

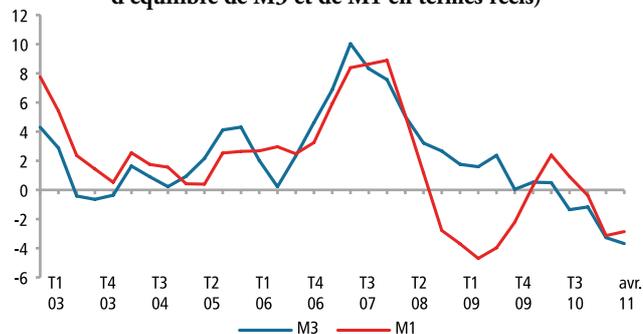
Graphique 4.4 : Evolution du taux interbancaire et des taux débiteurs



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



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



hausse annuel des comptes à vue, aussi bien des sociétés non financières privées que des ménages. A l'inverse, le ralentissement de la progression des dépôts à terme s'explique principalement par la poursuite du repli de ceux des agents financiers, tant d'un mois à l'autre qu'en glissement annuel.

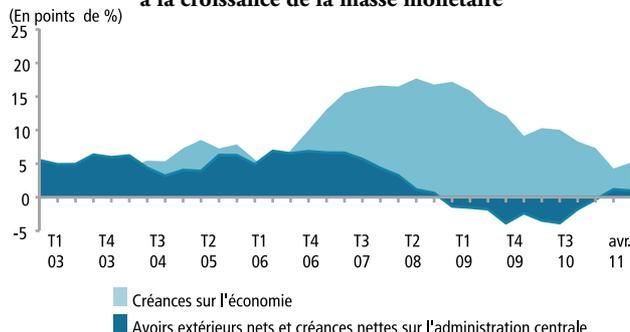
Crédit

Les dernières données disponibles font ressortir que le crédit bancaire a continué à évoluer à un rythme annuel proche de celui enregistré depuis le début de l'année, soit 6,8% en avril, après 6,4%, en moyenne durant le premier trimestre 2011.

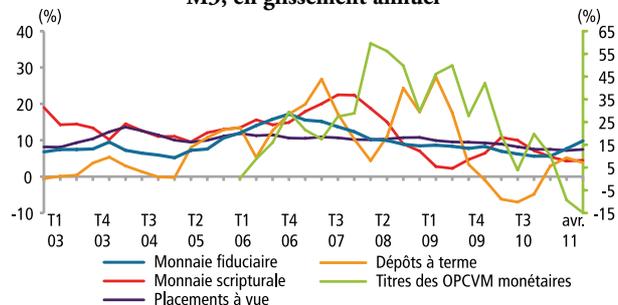
L'analyse par agent économique indique que l'augmentation récente du crédit a concerné essentiellement les concours destinés aux sociétés non financières privées. En effet, ces derniers se sont accrus de 15,4% en avril au lieu de 13,3% au premier trimestre 2011, contribuant ainsi à hauteur de 7 points de pourcentage à la croissance du crédit global, contre 5,9 points au trimestre précédent. En revanche, les crédits alloués aux ménages, ont vu leur taux d'accroissement annuel revenir de 6,3% au premier trimestre à 3,9% en avril. Aussi, leur contribution à la progression du crédit bancaire s'est limitée à 1,3 point de pourcentage, au lieu de 2,2 points.

Par objet économique, l'évolution du crédit recouvre des évolutions divergentes de ses principales catégories. En effet, les facilités de trésorerie ont enregistré une hausse annuelle de 9,7% en avril au lieu de 7% au trimestre précédent, poursuivant ainsi leur orientation haussière entamée depuis le quatrième trimestre de l'année 2010. Cette évolution est liée, notamment, à l'augmentation des crédits accordés aux entreprises de distribution de carburants et aux importateurs de céréales. En

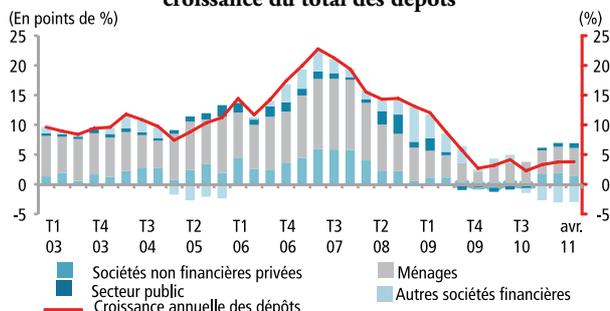
Graphique 4.7 : Contributions des principales contreparties à la croissance de la masse monétaire



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



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



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



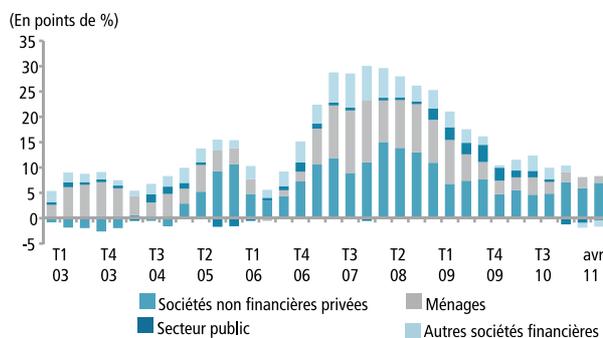
revanche, les crédits à l'équipement et ceux à la consommation ont de nouveau marqué un ralentissement, leurs taux de progression en glissement annuel s'étant situés, respectivement, à 11,8% et à 6,2% en avril contre 13,6% et 7,4% en moyenne durant les trois premiers mois de l'année 2011. Concernant les prêts immobiliers, en augmentation annuelle de 9,2%, leur rythme d'évolution demeure quasiment inchangé comparativement à celui enregistré au trimestre passé. Cette quasi-stagnation recouvre une atténuation de la hausse annuelle des crédits à l'habitat, de 12,3% au premier trimestre 2011 à 11,7% en avril, et une légère accélération de celle des crédits aux promoteurs immobiliers, de 2,2% à 3,8%. Quant aux créances diverses sur la clientèle, elles ont accusé une nouvelle baisse de 5,7% en avril. Pour leur part, les créances en souffrance, se sont établies à un niveau comparable à celui observé au cours de la même période de l'année précédente.

Autres sources de création monétaire

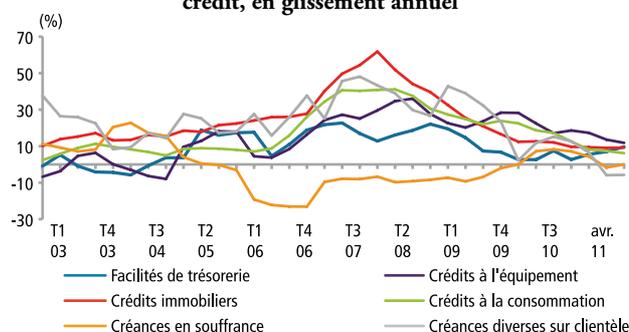
Après avoir connu un léger redressement durant les deux derniers trimestres, les avoirs extérieurs nets se sont établis en avril au même niveau que celui enregistré au cours de la même période de l'année précédente, la hausse des avoirs extérieurs nets de Bank Al-Maghrib ayant été compensée par le fléchissement de ceux des autres institutions de dépôt. L'évolution des réserves de change recouvre d'une part, une aggravation du déficit commercial de 22,1%, à l'issue des quatre premiers mois de l'année, suite à une hausse des importations plus importante que celle des exportations, et d'autre part, une nouvelle amélioration, des recettes de voyages et des transferts des MRE qui ont augmenté respectivement, de 3,9% et de 2,1%.

S'agissant des créances nettes sur l'administration centrale, en dépit de leur diminution mensuelle de 3,8% en avril, elles se sont accrues de 4,4%,

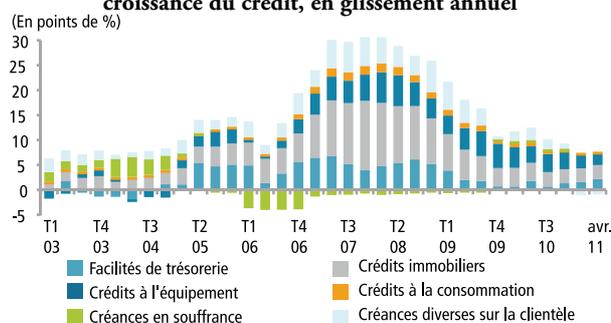
Graphique 4.11 : Contribution des secteurs institutionnels à la croissance du crédit



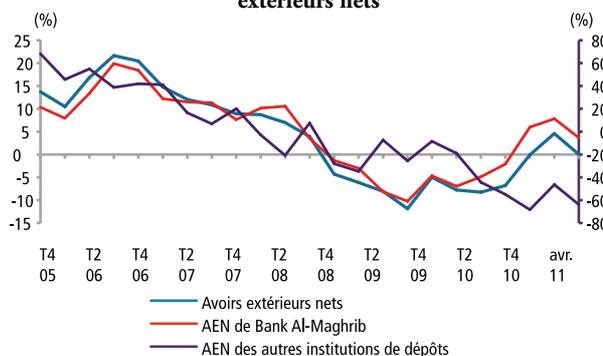
Graphique 4.12 : Croissance des principales catégories du crédit, en glissement annuel



Graphique 4.13 : Contribution des différentes catégories à la croissance du crédit, en glissement annuel



Graphique 4.14 : Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets



en glissement annuel, contre 2,2% un trimestre auparavant. Cette augmentation traduit essentiellement la poursuite du recours de l'administration centrale aux autres institutions de dépôts.

Placements liquides

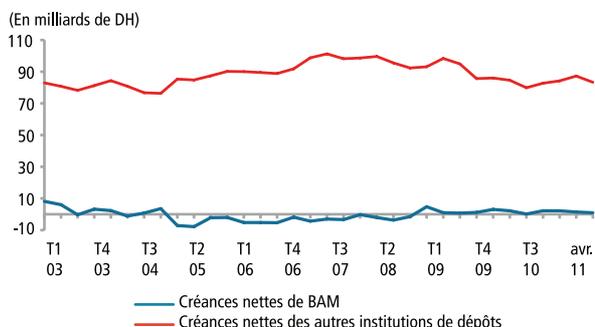
En avril 2011, le rythme de croissance annuel des placements liquides s'est inscrit à nouveau en ralentissement, s'établissant à 14,1%, après 15,5% au trimestre précédent.

L'évolution des placements liquides reflète essentiellement la décélération du rythme de croissance de titres des OPCVM actions et diversifiés, parallèlement au tassement de la performance des cours sur la bourse de Casablanca. Ainsi, suite à une baisse mensuelle de 13,4% en avril, le taux d'accroissement annuel de l'agrégat PL3 s'est limité à 6,8% au lieu de 31,3% au cours des trois premiers mois de l'année 2011. De même, les actifs inclus dans l'agrégat PL1, ont vu leur taux de progression annuel revenir de 19,2% en premier trimestre à 11,9% en avril, sous l'effet notamment de la faible demande de bons du Trésor négociables. Quant aux titres des OPCVM obligataires, recensés dans l'agrégat PL2, ils continuent de croître à un rythme soutenu de 21,1%, en raison principalement de l'appréciation de leur valeur, elle-même liée à la diminution des rendements sur le marché secondaire des bons du Trésor.

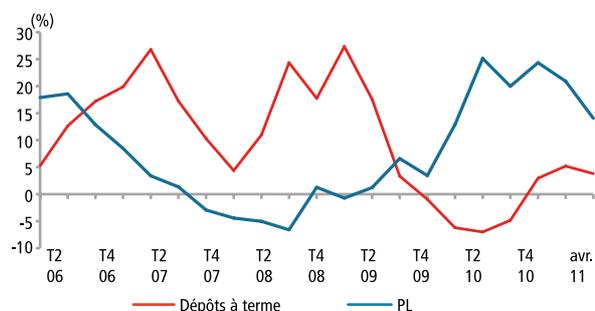
Taux de change

Au cours du premier trimestre de l'année 2011 et par rapport au trimestre précédent, le dirham s'est apprécié de 0,53% vis-à-vis du dollar. En revanche, il s'est déprécié respectivement de 0,11% et de 0,84% à l'égard de l'euro et de la livre sterling.

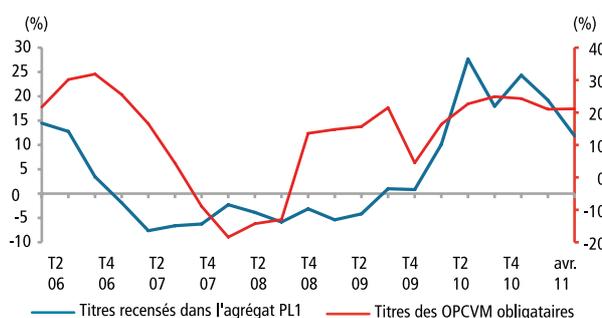
Graphique 4.15 : Evolution trimestrielle de l'encours des créances nettes sur l'administration centrale



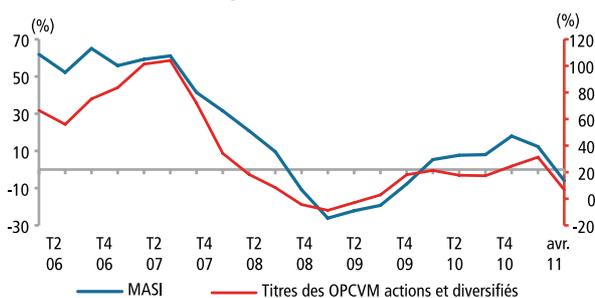
Graphique 4.16 : Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme, en glissement annuel



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



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



En moyenne des deux mois d'avril et mai et comparativement au trimestre précédent, la monnaie nationale a enregistré une baisse de 0,89% par rapport à l'euro et des hausses de 4,36% et de 2,28% face respectivement au dollar et à la livre sterling.

Concernant 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, il est resté quasiment inchangé au premier trimestre 2011. En termes réel, la monnaie nationale s'est dépréciée de 1% d'un trimestre à l'autre, en relation avec l'évolution favorable du différentiel d'inflation.

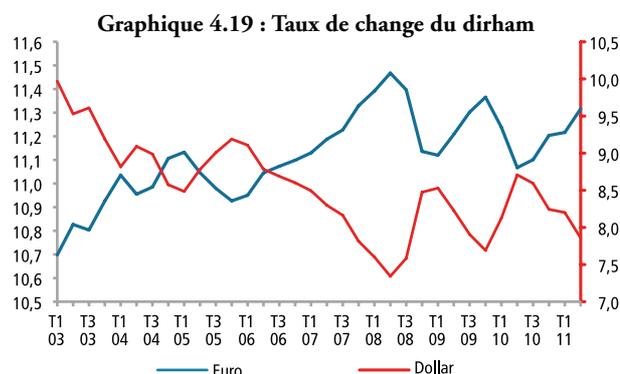
4.2 Prix des actifs

4.2.1 Actifs immobiliers

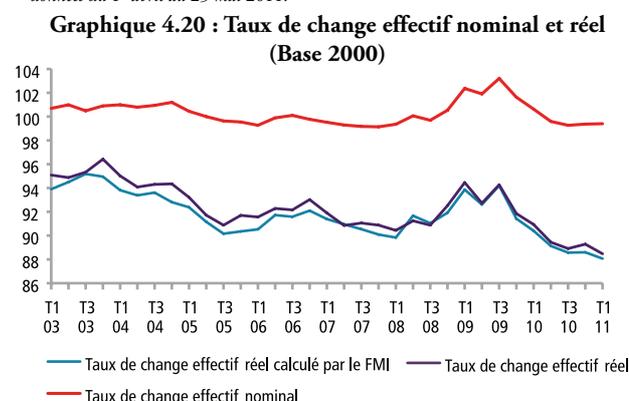
A l'issue du premier trimestre 2011, les résultats relatifs à l'indice des prix des actifs immobiliers¹ (IPAI), indiquent une progression trimestrielle de 1,2%, contre une diminution de 1,1% un trimestre auparavant. Cet accroissement est plus marqué en glissement annuel, l'IPAI s'étant accru de 5%, après 1,2% le trimestre précédent, en raison de la hausse des prix de l'ensemble des catégories de biens. En effet, les prix des appartements et des villas ont enregistré des augmentations respectives de 6,7% et 7,7%, tandis que ceux des maisons sont restés quasiment stable en glissement annuel.

Par ailleurs, le nombre des ventes des biens immobiliers résidentiels immatriculés au niveau de l'ANCFCC, arrêté 35 jours après la fin du premier trimestre 2011 a, de nouveau, diminué pour s'établir à 12 619 transactions au lieu de 13 354 au cours du quatrième trimestre 2010. Cette contraction reflète le repli des ventes de l'ensemble des catégories.

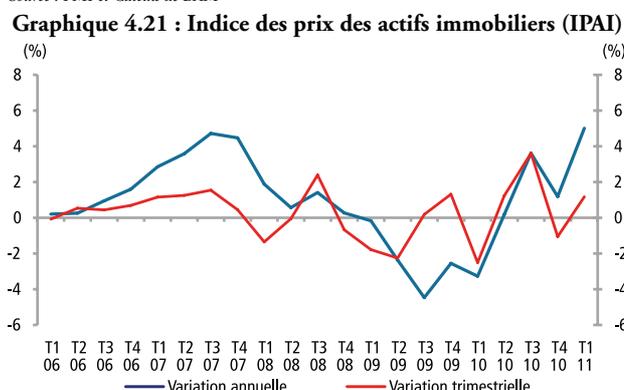
¹ L'indice des prix des actifs immobiliers (IPAI) a été élaboré conjointement par Bank Al-Maghrib et l'Agence Nationale de la Conservation Foncière, du Cadastre et de la Cartographie (ANCFCC), fait l'objet depuis le 15 mars 2010 d'une publication trimestrielle sur les portails des deux institutions :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



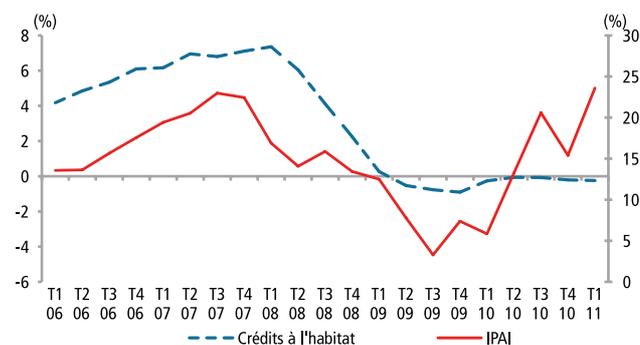
L'observation du deuxième trimestre 2011 correspond à la moyenne arithmétique des données du 1^{er} avril au 25 mai 2011.



Source : FMI et Calculs de BAM



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

Dans le même temps, les crédits à l'habitat, chiffrés à 125,7 milliards de dirhams, se sont accrus à un rythme annuel comparable à celui du trimestre précédent, soit 12,3%. Pour sa part, l'indice boursier de l'immobilier, s'est déprécié de 10,3%.

4.2.2 Cours des actions

Après la hausse enregistrée au dernier trimestre 2010, le MASI a accusé une baisse de 3,8% au premier trimestre 2011 et de 5,1% en avril. Aussi, sa contre performance depuis le début de l'année s'est-elle située à 8,7%, au lieu d'un accroissement de 18% observé pendant la même période de l'année précédente. Le même profil d'évolution a concerné l'indice du secteur immobilier, qui a fléchi de 5% au premier trimestre 2011 et de 8,4% en avril.

Parallèlement, la capitalisation boursière s'est contractée de 3,8% d'un trimestre à l'autre, s'établissant à 557,1 milliards de dirhams au premier trimestre 2011. Cette évolution s'est poursuivie en avril, la capitalisation boursière étant revenue à 529,7 milliards de dirhams.

De même, le PER¹ de la place de Casablanca a diminué d'un trimestre à l'autre, revenant de 19,1 à 16,6, atteignant toutefois 17,3 en avril. Il demeure ainsi relativement élevé par rapport à celui d'autres marchés de taille comparable. Dans le même temps, le Price to Book Ratio², 3,8 à fin avril, reste parmi les plus élevés comparativement aux autres marchés.

Pour sa part, le volume des transactions s'est situé à 47,7³ milliards de dirhams au premier trimestre 2011, en repli de 24,9 milliards. Il s'est chiffré à 3,2 milliards au terme du mois d'avril.

1 PER : Price Earnings Ratio

2 Price Book to Ratio est le rapport entre la valeur de marché des capitaux propres (la capitalisation boursière) et leur valeur comptable.

3 A partir du 3 janvier 2011 et afin de se conformer aux normes internationales, la bourse de Casablanca a procédé à un changement au niveau de la publication des volumes des transactions. Ces derniers sont ainsi communiqués sur la base d'un seul sens de la transaction (achat), au lieu des deux sens (achat et vente).

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

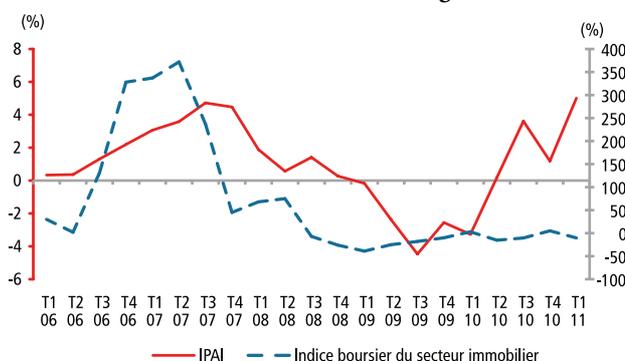
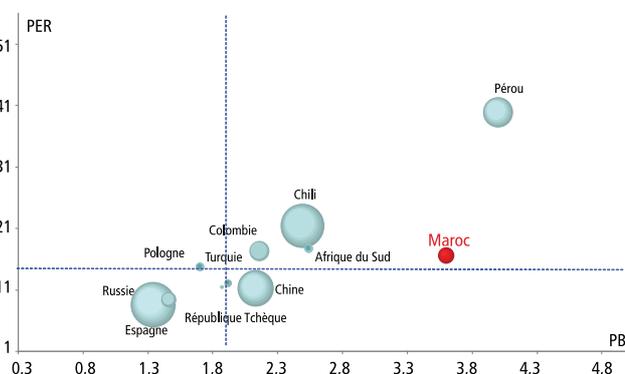


Tableau 4.3 : Valorisation du marché des actions

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

Sources : Datastream, CFG

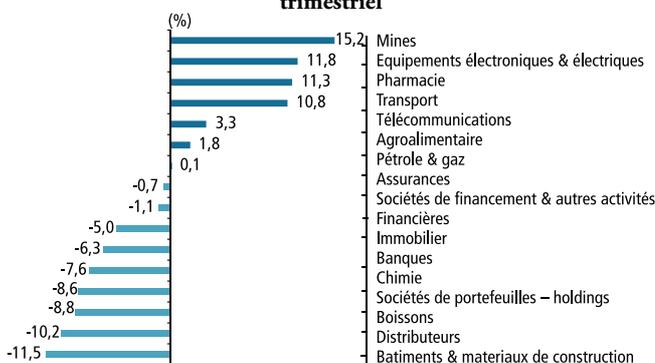
Graphique 4.24 : Valorisation du marché boursier au Maroc et dans certains pays émergents(*) à fin mars 2011



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

Source : Datastream, CFG, et calculs Bank Al Maghrib

Graphique 4.25 : Evolution des indices sectoriels, en glissement trimestriel



Source : Bourse de Casablanca

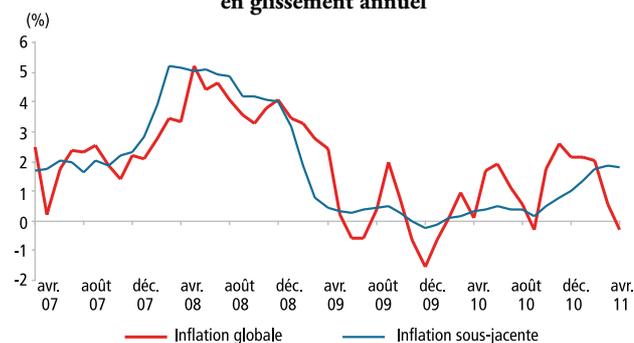
5. ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Les données relatives au premier trimestre et au mois d'avril 2011 font ressortir des évolutions globalement en ligne avec les prévisions publiées dans le cadre du Rapport sur la politique monétaire du mois de mars dernier. L'indice des prix à la consommation a connu un ralentissement suivi d'une baisse, en dépit d'un contexte international marqué par l'accentuation des tensions inflationnistes, en liaison avec le renchérissement des matières premières. Ainsi, après avoir atteint 2,0% en février et 0,6% en mars, l'inflation en glissement annuel est revenue à -0,3% en avril, s'établissant en moyenne à 1,6% au premier trimestre et à 1,1% sur les quatre premiers mois de 2011. Pour sa part, l'inflation sous-jacente, qui traduit la tendance fondamentale des prix, n'a pas varié significativement d'un mois à l'autre, se situant à 1,8% en avril après 1,9% en mars, sa moyenne sur les quatre premiers mois de l'année ayant avoisiné 1,7%. Son écart absolu par rapport à l'inflation globale ressort à 2,1 points en avril, en raison de la baisse rapide des prix de certains produits alimentaires frais. L'évolution de l'inflation sous-jacente recouvre un mouvement haussier de l'inflation des biens échangeables (IPCXE), en liaison avec les évolutions observées à l'international, ainsi qu'un ralentissement du rythme de progression des prix des biens non échangeables (IPCXNE) qui reflète la modération des tensions inflationnistes au niveau interne. En effet, l'indice des prix des produits échangeables inclus dans l'IPCX (IPCXE) a enregistré une hausse de 2,2% en avril après 2,1% en mars, tandis que l'inflation des biens non échangeables (IPCXNE) a ralenti, passant de 1,6% à 1,4%. Outre leurs effets ainsi observés sur les prix des biens échangeables, qui demeurent jusqu'à lors relativement faibles, les tensions sur les cours mondiaux des matières premières sont particulièrement perceptibles au niveau des prix à la production industrielle qui se sont accrus de 15,2% en avril 2011, en glissement annuel, après 15,1% en mars et 14,0% en février 2011. D'un mois à l'autre, le rythme de progression des prix à la production a toutefois connu une décélération, revenant de 2,9% en mars à 1,3% en avril. Au total, la diffusion des hausses des prix à la production vers les prix à la consommation devrait concerner particulièrement les composantes non énergétiques, en raison de la poursuite anticipée du gel du mécanisme d'indexation des prix des carburants à la pompe au cours des prochains mois.

5.1 Evolution de l'inflation

En dépit de l'accentuation des tensions sur les prix à l'international, en liaison notamment avec le renchérissement des matières premières, l'évolution des prix à la consommation au niveau national demeure globalement modérée. L'absence de pressions significatives de la demande intérieure, conjuguée à l'effet d'atténuation exercé par le mécanisme de compensation, a ainsi maintenu l'inflation globale à 1,1% en moyenne sur les quatre premiers mois de 2011 contre 0,9% sur l'ensemble de l'année 2010. A très court terme, des chocs ponctuels d'offre font fluctuer les prix de certains produits alimentaires frais de manière significative, mais leur impact se retrouve au niveau de la volatilité de l'inflation globale sans influencer considérablement sa moyenne sur longue période. Après avoir fluctué autour de 2% entre octobre 2010 et février 2011, l'inflation, mesurée par la variation annuelle de l'indice des

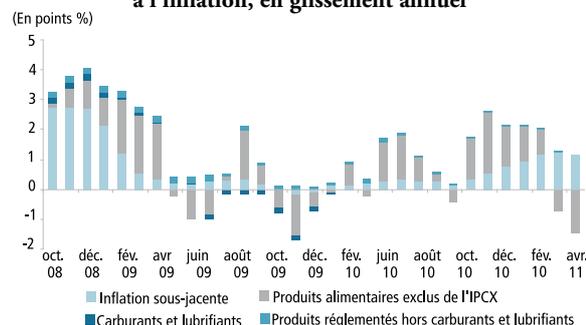
Graphique 5.1 : Inflation et inflation sous-jacente, en glissement annuel



prix à la consommation (IPC), est revenue à 0,6% en mars et à -0,3% en avril, reflétant, dans une large mesure, la baisse des prix de la composante « produits alimentaires volatils ». Ces produits ont vu leur prix régresser de 5,1% en mars et de 10,2% en avril, après avoir augmenté de 6,4% en février. Pour leur part, les tarifs des carburants et lubrifiants n'ont pas connu de variation, parallèlement à la poursuite du gel du mécanisme d'indexation qui isole le marché national des chocs pétroliers au niveau international, tandis que les tarifs des autres produits réglementés ont légèrement progressé de 0,2% en avril, traduisant la hausse des prix du « sucre » et du « transport routier de passagers » de 1,2% et de 0,4% respectivement.

Abstraction faite des produits alimentaires volatils et des produits réglementés, l'inflation sous-jacente continue de progresser quasi-régulièrement depuis son point bas de décembre 2009 (-0,2%), avec toutefois un léger ralentissement de 1,9% en mars à 1,8% en avril. Son écart absolu par rapport à l'inflation globale s'étant élargi à 2,1 points de pourcentage, alors qu'il était de seulement 0,3 point en février dernier. Cet écart, à caractère temporaire, est dû principalement à la baisse des prix de certains produits alimentaires frais, en particulier ceux des légumes qui ont contribué négativement à l'inflation à hauteur de 1,7 point de pourcentage en moyenne en mars et avril 2011. Sur les quatre premiers mois de cette année, l'inflation sous-jacente ressort en moyenne à 1,7%, au lieu de 0,1% une année auparavant, s'inscrivant ainsi dans sa tendance haussière observée depuis le début de l'année. La ventilation détaillée du panier de l'IPCX montre que cette évolution s'explique principalement par la hausse des prix des produits de base qui y sont inclus, en particulier les produits à base de céréales de 2,4% et les huiles de 4,5%. Les prix des autres composantes ont évolué différemment, avec des variations allant d'une baisse de 1,5% de ceux de la composante « communication » à une hausse de 4,6% des prix de l' « enseignement ».

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



Sources : HCP et calculs BAM

Tableau 5.1 : Inflation et ses composantes

	Variation mensuelle (%)			Glissement annuel (%)		
	fév. 11	mars 11	avr. 11	fév. 11	mars 11	avr. 11
Inflation globale	0,8	-0,1	-1,1	2,0	0,6	-0,3
dont :						
- Produits alimentaires volatils exclus de l'inflation sous-jacente	4,7	-1,2	-7,6	6,4	-5,1	-10,2
- Carburants et lubrifiants	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Produits réglementés hors carburants et lubrifiants	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,2
Inflation sous-jacente	0,2	0,0	0,0	1,7	1,9	1,8
dont :						
- Produits alimentaires	0,5	0,2	0,0	3,1	3,3	3,2
- Articles d'habillement et chaussures	-0,1	-0,1	0,0	0,9	1,0	1,1
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles*	0,0	0,1	0,0	0,8	0,8	0,9
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,1	0,1	0,1	0,7	0,7	0,8
- Santé*	0,2	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	0,6
- Transport*	-0,1	0,2	-0,3	-0,9	-0,4	-0,7
- Communication	0,0	0,0	0,0	-1,9	-1,9	-1,5
- Loisirs et cultures	0,0	-0,1	0,0	-1,3	-1,2	-1,0
- Enseignement	0,0	0,0	0,0	4,6	4,6	4,6
- Restaurants et hôtels	0,3	0,2	0,0	1,8	1,8	1,1
- Biens et services divers	0,2	0,0	0,1	2,1	2,1	2,1

* Hors produits réglementés
Sources : HCP et calculs BAM

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

Produits (Dh/Litre)	avr. 2009	juil. 2009	janv. 2010	avr. 2010	oct. 2010	jan. 2011	avr. 2011
Super carburant	10,25	10,25	10,25	10,25	10,25	10,25	10,25
Gasoil*	7,22	-	-	-	-	-	-
Gasoil 350/50*	7,50	7,15	7,15	7,15	7,15	7,15	7,15
Fuel industriel (Dh/Tonne)	3074	3074	3074	3074	3074	3 678	3 678

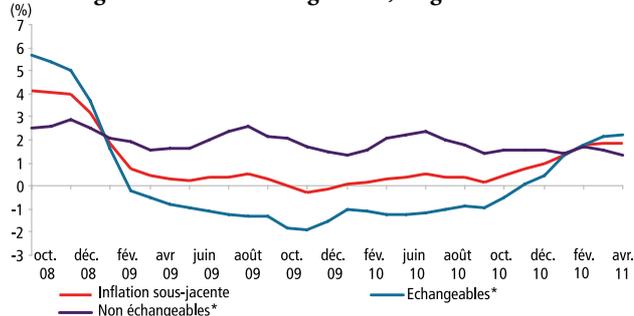
* Le gasoil 50 PPM a remplacé le gasoil 350 en février 2009 et le gasoil ordinaire en avril 2009
Source : Ministère de l'énergie et des mines

5.2 Biens échangeables et Biens non échangeables

L'analyse de la dynamique de l'inflation est appréhendée également en décomposant l'indicateur de l'inflation sous-jacente en produits échangeables (IPCXE) et non échangeables (IPCXNE), dont les pondérations dans le panier de l'indice général s'élèvent respectivement à 34,9% et 32,2%. Avant novembre 2010, l'inflation des échangeables inclus dans l'IPCX contribuait négativement et de manière significative à l'inflation globale, en liaison principalement avec la faiblesse de la demande étrangère et de l'inflation mondiale, tandis que les prix des biens non échangeables inclus dans l'IPCX progressaient à des rythmes modérés. Par la suite, les prix des échangeables (IPCXE) se sont inscrits en hausse parallèlement au renchérissement de certains produits alimentaires de base, tandis que le rythme de progression de l'indice des prix des biens non échangeables hors produits volatils et réglementés (IPCXNE), qui permet d'apprécier les tensions inflationnistes d'origine interne, est resté globalement stable. Plus récemment, dans un contexte d'accroissement de l'inflation dans les principaux pays partenaires, l'indice des prix des biens échangeables (IPCXE) a progressé de 2,2% en avril, après avoir augmenté de 2,1% en mars, contribuant à hauteur de 0,8 point de pourcentage à l'inflation globale.

Quant à l'inflation des non échangeables, elle est revenue à 1,4% après 1,6% en mars, ressortant à 1,5% en moyenne sur les quatre premiers mois de 2011, témoignant ainsi de l'absence de tensions inflationnistes significatives au niveau interne. Par produit, cette évolution récente reflète principalement le ralentissement de la hausse des prix des viandes fraîches et de ceux de la rubrique « Restaurants, café et établissements similaires ».

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



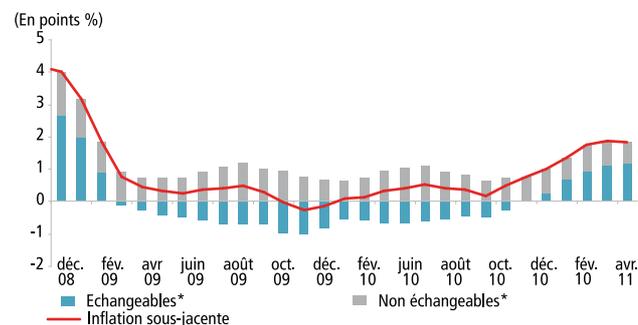
* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés
Sources : HCP et calculs BAM

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

	Evolution en variation mensuelle (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	fév. 11	mars 11	avr. 11	fév. 11	mars 11	avr. 11
Biens échangeables*	0,3	0,2	0,0	1,8	2,1	2,2
Biens non échangeables*	0,2	0,0	0,0	1,7	1,6	1,4

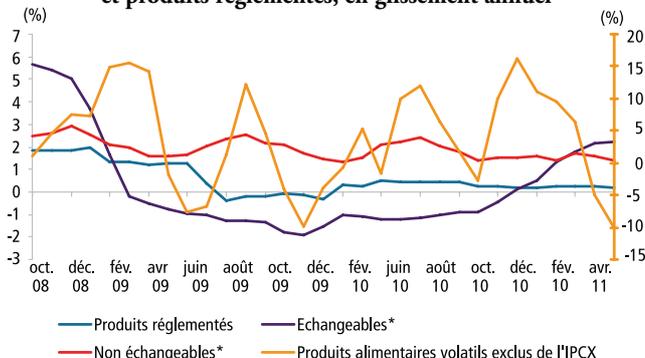
* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés
Sources : HCP et calculs de BAM

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

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

5.3 Biens et services

La ventilation du panier de l'IPC en biens et services montre que la dynamique de court terme de l'inflation demeure influencée, dans une large mesure, par l'évolution des prix des biens non transformés. En effet, la baisse en glissement annuel des prix à la consommation en avril s'avère principalement liée à celle des produits non transformés qui ont diminué de 2,4% en mars et de 5,6% en avril 2011. La contribution de cette composante à la baisse de l'indice général des prix ressort à 1,3 point de pourcentage au lieu de 0,6 point un mois auparavant.

L'accentuation de la baisse des prix des biens non transformés a été partiellement compensée par l'accélération de la hausse des prix des biens transformés dont le rythme de progression s'est établi à 1,9% en avril au lieu de 1,5% en moyenne au cours des trois premiers mois de l'année. La contribution des biens transformés à la variation de l'indice général est évaluée à 0,8 point de pourcentage.

S'agissant des prix des services, ils ont progressé à un rythme quasi-identique à celui des deux mois précédents, soit 1%, contribuant ainsi à hauteur de 0,3 point de pourcentage à l'inflation.

5.4 Indice des prix à la production industrielle

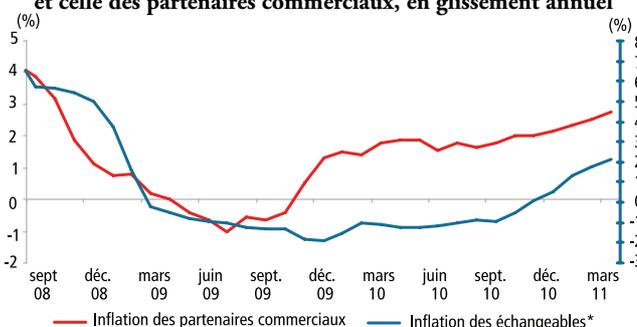
Les dernières données disponibles relatives à l'indice des prix à la production industrielle sont en ligne avec les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib du mois d'avril qui met en évidence la poursuite de la hausse des coûts de production anticipée par les chefs d'entreprises. En effet, l'indice des prix à la production industrielle, calculé sur la base des prix sortie usine hors taxes et subventions, a enregistré une hausse mensuelle de 1,3% en avril, moins importante que celle de 2,9% enregistrée en mars, reflétant la poursuite de la transmission de la hausse des cours mondiaux du pétrole et des matières premières hors énergie.

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	
	mars 11	avr. 11	mars 11	avr. 11
Produits Exclus de l'IPCX	-0,2	-1,1	-0,7	-1,4
Dont :				
Produits réglementés	0,0	0,0	0,0	0,0
Produits alimentaires volatils	-0,2	-1,0	-0,7	-1,4
Biens échangeables*	0,1	0,0	0,7	0,8
Biens non échangeables*	0,0	0,0	0,5	0,4

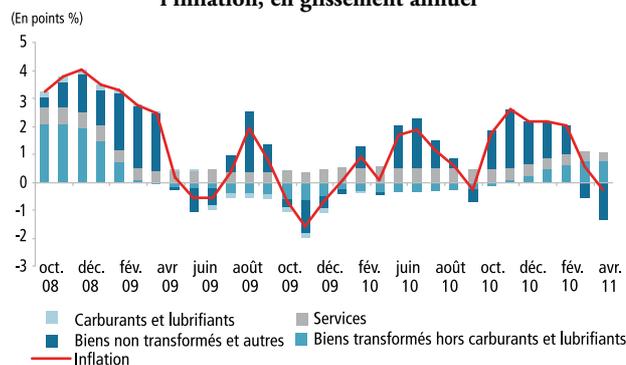
* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés
Sources : HCP et calculs BAM

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

Tableau 5.5 : Indices des prix des biens et services

	Evolution en variation mensuelle (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	fév. 10	mars 10	avr. 11	fév. 10	mars 10	avr. 11
Biens transformés*	0,2	0,2	0,0	1,5	1,8	1,9
Biens non transformés et autres	3,0	-0,7	-4,5	4,7	-2,4	-5,6
Services	0,1	0,0	0,0	1,1	1,1	1,0
Carburants et lubrifiants	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

* Hors carburants et lubrifiants
Sources : HCP et calculs BAM

La décélération, en variation mensuelle tient à celle des prix de la branche « cokéfaction et raffinage » dont le rythme de progression est revenu de 8,7% en mars à 3,7% en avril. Sa contribution à la variation de l'indice des prix de l'industrie manufacturière est évaluée à 1,2 point de pourcentage.

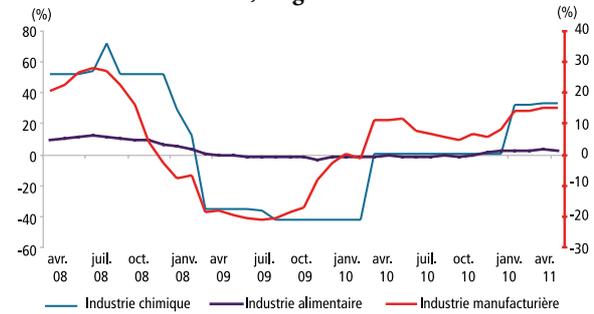
Compte non tenu de la branche cokéfaction et raffinage, la hausse mensuelle de l'indice des prix à la production s'est limitée à 0,1%, recouvrant des hausses respectives de 0,4%, 0,5% et de 0,8% au niveau des branches « industrie chimique », « Industrie de l'habillement et des fourrures » et « Travail des métaux », ainsi que le recul de 0,4% de l'indice des prix de la branche « Industries alimentaires ».

En glissement annuel, l'indice global des prix à la production a augmenté de 15,2%, l'indice de la branche cokéfaction et raffinage de 34,5%, tandis que celui des autres branches industrielles s'est accru de 7,2%, reflétant notamment l'accroissement de 33,4% des prix à la production de l'industrie chimique. En dépit de la hausse notable ainsi observée des prix à la production, sa diffusion vers les prix à la consommation reste relativement limitée et concentrée au niveau des biens échangeables non énergétiques en raison de la poursuite du gel du mécanisme d'indexation des prix des carburants.

5.5 Anticipations d'inflation

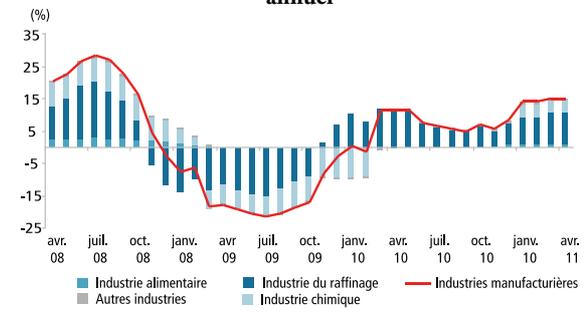
Selon les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib pour le mois d'avril 2011, les prix des produits industriels devraient connaître une atténuation, comme en témoigne la baisse de 31% en mars à 15% en avril du nombre de chefs d'entreprises ayant anticipé une hausse, parallèlement à l'accroissement de 65% à 81% de celui des industriels ayant anticipé une stagnation. (Voir Graphique 5.11).

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



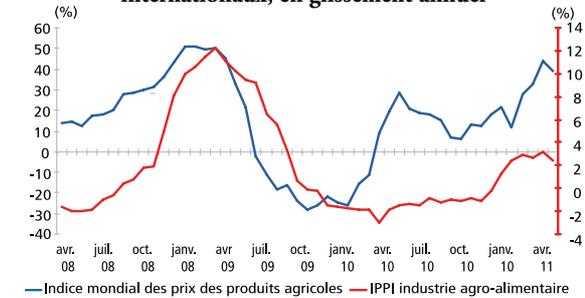
Sources : HCP et calculs BAM

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



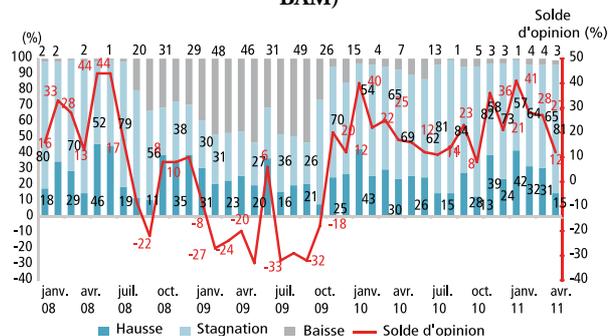
Sources : HCP et calculs BAM

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



Sources : Banque mondiale, HCP et calculs de BAM

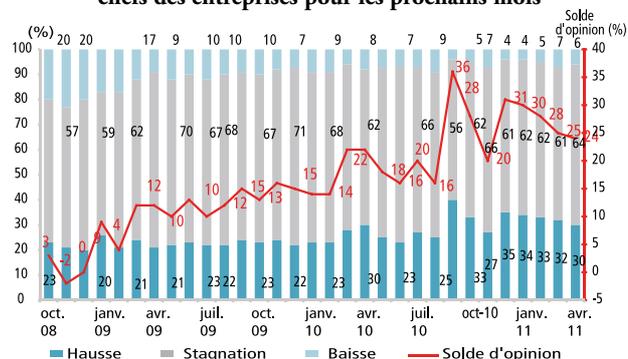
Graphique 5.11 : Evolution des prix des produits industriels pour les trois prochains mois (Soldes d'opinion de l'enquête BAM)



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

Parallèlement, les résultats de l'enquête indiquent que les anticipations d'inflation des chefs d'entreprises concernant les trois prochains mois n'ont pas connu de variation considérable. En effet, le pourcentage des chefs d'entreprises qui anticipent une stagnation de l'inflation pendant les trois prochains mois s'est établi à 64%, en ligne avec la moyenne de 62% observée au cours des trois derniers mois. Quant au pourcentage des opérateurs ayant anticipé une hausse, il a marqué un léger recul, revenant sur la même période de 33% à 30% (Voir Graphique 5.12).

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



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

6. PERSPECTIVES DE L'INFLATION

Cette section présente l'évolution de l'inflation jugée la plus probable (prévision centrale) au cours des six prochains trimestres et examine les principaux risques qui lui sont associés (balance des risques). Le scénario de la prévision centrale est donc conditionné par les hypothèses et les évolutions envisagées pour une série de variables affectant l'activité et l'inflation. Sous l'hypothèse de la non-matérialisation des principaux facteurs de risque identifiés, l'évolution de l'inflation à l'horizon des six prochains trimestres reste en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, avec une prévision moyenne de l'ordre de 1,9% pratiquement similaire au taux moyen prévu dans le cadre du dernier Rapport sur la Politique Monétaire (2,1%). Au cours de l'année 2011, l'inflation devrait se situer autour de 1,4%, au lieu de 2,1%. Pour l'année 2012, le niveau d'inflation moyen durant les trois premiers trimestres devrait s'établir à 2,4%. La balance des risques du présent exercice de prévision est orientée à la hausse en raison des incertitudes entourant l'évolution future des cours des matières premières sur les marchés internationaux et la campagne agricole 2010-2011.

6.1 Hypothèses du scénario de base

6.1.1 Environnement international

En dépit de la fin du cycle de stockage et du désengagement progressif des politiques budgétaires et monétaires accommodantes, l'économie mondiale poursuit son redressement grâce à la consolidation de la demande privée. Néanmoins, l'activité évolue toujours à des rythmes distincts. En effet, la croissance demeure modérée dans les économies avancées, bien que des divergences notables subsistent entre ces dernières. Quant aux pays émergents, la croissance reste soutenue, malgré des signes de surchauffe de plus en plus préoccupants.

A cet égard, les économies de la zone euro et des Etats-Unis ont enregistré au 1er trimestre de 2011 des taux de croissance évalués, respectivement, à 2,5% et 2,3%. Ces réalisations découlent d'une conjoncture favorable marquée par un niveau élevé de confiance des chefs d'entreprises, une dynamique accrue des échanges commerciaux, ainsi que par le redressement des marchés financiers comme en témoignent la réduction significative de l'aversion au risque, la consolidation des marchés des actions et le rétrécissement des écarts de crédits.

Cependant et en marge de ces signes de progression, des zones d'ombre subsistent et sont à l'origine des taux de croissance encore modérés et insuffisants à faire baisser le chômage qui a atteint des sommets. Ces facteurs ont trait, notamment, à l'ascension fulgurante qu'ont connue les cours des matières premières depuis 2010, à la dépression qui plane sur le marché de l'immobilier, particulièrement aux Etats-Unis, ainsi qu'au processus d'ajustement des bilans des banques en lien avec l'amélioration des ratios prudentiels qui se sont fortement détériorés durant la crise.

S'agissant des perspectives de croissance, le Fonds Monétaire International anticipe, pour l'année en cours, des taux de croissance de l'ordre de 2,8% et 1,6% respectivement pour les Etats-Unis et la zone euro, soit une légère révision par rapport aux projections de l'édition du mois de janvier qui s'établissaient à 3% pour l'économie américaine et 1,5% pour la zone euro. De leur côté, les projections concernant l'année 2012 font état d'une légère révision à la hausse. En effet, les Etats-Unis devraient connaître un taux de croissance de 2,9% au lieu de 2,7% et la zone euro une progression de 1,8% au lieu de 1,7%.

Les risques planant sur les perspectives de croissance des pays développés demeurent

toujours importants. En effet, la stabilité financière mondiale reste fragile et pourrait être impactée par des variations brusques des primes de risque, d'autant plus, en raison des doutes entourant la capacité du fonds européen de stabilité financière à garantir la solvabilité des pays en difficulté, des appréhensions persistent quant à la propagation au centre de l'Europe des vulnérabilités souveraines dont souffrent certains pays périphériques du continent. Par ailleurs, un renchérissement plus vigoureux qu'anticipé des cours des matières premières constitue également un risque potentiel non négligeable.

Ces pressions à la baisse demeurent, néanmoins, tempérées par la stabilisation du taux d'épargne des ménages et la diminution des craintes de pertes d'emploi qui laissent présager une progression de la demande des biens de consommation durable. Aussi et compte tenu des résultats satisfaisants affichés par les bilans des entreprises et de la dynamique de la demande émanant des pays émergents, un accroissement plus soutenu de l'investissement reste envisageable.

Au regard de ces évolutions, nous retenons dans le cadre du scénario central du présent RPM des taux de croissance pondérés pour nos principaux partenaires commerciaux (Allemagne, Espagne, France et Italie) de l'ordre de 1,5% en 2011 et 1,7% en 2012. Comparativement à celles présentées dans le Rapport sur la politique monétaire du mois de mars, ces hypothèses n'ont pas connu de révisions significatives. Il est à noter que ce taux de croissance est calculé sur la base d'une moyenne pondérée par les parts respectives de ces pays dans notre commerce extérieur.

Pour ce qui est de l'évolution de l'inflation, la tendance haussière enregistrée durant les derniers mois est imputable, en grande partie, à la flambée des cours des matières premières. Globalement, les facteurs à l'origine de ce renchérissement, qui commence néanmoins à manifester des signes d'atténuation, sont de nature, structurelle, en lien

avec une demande soutenue des pays émergents, conjoncturelle, à la lumière d'une demande plus vigoureuse qu'anticipée durant l'année 2010, ainsi qu'exceptionnelle, en raison des répercussions de la mauvaise campagne agricole de l'année passée et des troubles géopolitiques que connaissent quelques pays producteurs de pétrole dans la région MENA.

Dans ce contexte, la BCE a légèrement revu à la hausse ses prévisions de l'inflation en anticipant dans son rapport du mois de mai pour la zone euro un taux de 2,4 % en 2011 et 1,8% en 2012. En effet, malgré les capacités non employées au sein des pays de l'OPEP à même de stabiliser la production à un niveau adéquat et la normalisation des conditions climatiques laissant présager une bonne campagne agricole, les risques pesant sur l'évolution future de l'inflation dans la zone euro demeurent orientés à la hausse.

Ces pressions découleraient de tensions plus fortes qu'anticipées sur les prix internes au sein de la zone euro sous l'effet d'une reprise plus dynamique, d'un renchérissement plus important que prévu des cours des matières premières et des hydrocarbures en lien avec une demande plus vigoureuse des pays émergents conjuguée à l'exacerbation des instabilités géopolitiques qui touchent certains pays de la région MENA.

S'agissant de l'Euribor, le scénario central du présent exercice retient comme hypothèse un taux de 1,52% pour le deuxième trimestre de l'année en cours. Ce dernier devrait croître progressivement pour se situer à une moyenne de 1,93% au deuxième semestre de 2011. En 2012, un taux Euribor de 2,26% est retenu au premier semestre et de 2,47% au troisième trimestre.

Enfin, avec la récente atténuation de l'évolution des prix des matières premières, hors énergie, qui devrait se prolonger compte tenu de la normalisation des conditions climatiques marquant le déroulement de la campagne agricole

de cette année chez les grands pays producteurs, l'indicateur des prix à l'importation hors énergie, inclus dans les modèles de prévision développés par Bank Al-Maghrib, a été légèrement revu à la baisse pour cet exercice comparativement à l'évolution annoncée dans le cadre du dernier Rapport sur la politique monétaire. De même, le scénario central retenu intègre une modération des tensions inflationnistes d'origine externe en 2012.

6.1.2 Environnement national

Les perspectives globales de l'économie nationale pour l'année 2011 augurent du raffermissement de son dynamisme. En effet, les composantes agricole et non agricole de la valeur ajoutée devraient afficher un profil de croissance plus favorable soutenu par la réalisation d'une bonne campagne agricole, le renforcement de la demande intérieure et la reprise progressive de la demande extérieure adressée au Maroc.

La contribution de l'activité agricole dans la valeur ajoutée globale serait positive comparativement à l'année précédente. Elle aurait profité du cumul et de la bonne répartition de la pluviométrie, de l'augmentation des superficies céréalières emblavées et du recours important aux intrants agricoles. Ainsi, les estimations de Bank Al-Maghrib de la production agricole pour l'année 2011 s'établissent à environ 80 millions de quintaux, soit un niveau relativement proche de celui prévu par le ministère de l'agriculture (86.7 millions de quintaux). S'agissant de la campagne agricole 2011-2012, et compte tenu du manque de visibilité, nous retenons pour hypothèse une campagne agricole moyenne de 60 millions de quintaux.

Le dynamisme de l'activité non agricole serait imputable essentiellement à l'évolution de la demande intérieure privée qui demeure le principal moteur de croissance nationale. D'une part, la consommation finale devrait bénéficier

de l'augmentation des salaires des fonctionnaires et du haussement de la pension minimale, de la réévaluation programmée du SMIG, de l'amélioration de la production agricole qui devrait soutenir le pouvoir d'achat des ménages ruraux ainsi que de la hausse des transferts des MRE. D'autre part, l'investissement privé devrait afficher une évolution plus favorable comparativement aux deux dernières années en lien avec la dynamique de la demande globale comme laissent entrevoir la progression des importations en biens d'équipement. Enfin, la demande globale des administrations publiques devrait rester conséquente, bien que des pressions sur le budget programmé dans le cadre de la Loi de Finances s'intensifient.

Outre la dynamique de la demande intérieure, la demande étrangère devrait soutenir la croissance économique nationale comme en témoigne la reprise graduelle des exportations. Au total, une stabilisation de la croissance des activités non agricoles est prévue pour 2011 et un taux de croissance compris entre 4,5% et 5,5% est attendu.

Dans ces conditions, une légère révision à la hausse des prévisions de BAM de la croissance pour 2011 est retenue avec un taux de croissance se situant désormais dans une fourchette allant de 4,5% à 5,5% au lieu de l'intervalle de 4% à 5% indiqué dans le RPM précédent.

Les données disponibles relatives au marché du travail pour le premier trimestre 2011 indiquent une baisse du taux chômage national qui s'est établi à 9,1%, soit une baisse de 0,9% par rapport au premier trimestre de l'année 2010. Cette tendance dissimule une différence entre les milieux rural et urbain. En effet, le taux de chômage urbain a baissé de 1,4% tandis que celui du milieu rural n'a régressé que de 0,3%. En outre, le marché d'emploi a connu la création de 126.000 nouveaux postes en milieu urbain et la perte de 23.000 postes en milieu rural. La dynamique de

l'emploi a évolué de manière différente selon les secteurs. Le BTP, principal générateur d'emploi, et les services ont connu respectivement la création de 151.000 et 55.000 nouveaux postes. L'agriculture, forêt et pêche et l'industrie (y compris l'artisanat) ont connu des pertes d'emploi qui se sont évaluées respectivement à 60.000 et 33.000 postes d'emplois.

Selon l'enquête trimestrielle de conjoncture de BAM, les industriels prévoient pour le trimestre en cours une stagnation de l'effectif global employé dans les industries du textile et du cuir, une baisse dans les industries électriques et électroniques et une augmentation dans les autres branches. En outre, la réalisation d'une bonne campagne agricole serait à même de contribuer à l'amélioration de la création d'emploi dans le secteur de l'agriculture.

Par ailleurs, suite au dialogue social, une augmentation de 15% du SMIG a été programmée en deux temps : 10% en juillet 2011 et 5% en juillet 2012. Dans ces conditions, nous retenons comme scénario central un niveau du SMIG de 11,70 Dh/heure du deuxième au cinquième trimestre de l'horizon de prévision et de 12,24 Dh/heure pour le sixième.

Sur la base des dernières évolutions du marché de pétrole liées en partie aux tensions géopolitiques en Afrique du Nord et au Moyen Orient qui renforcent les incertitudes sur ce marché, le FMI a rehaussé ses prévisions en avril de cette année. Le prix du baril de Brent en 2011 se situerait donc à un niveau moyen de 107,16 dollars, et à 108 dollars en 2012. Cette évolution s'aligne sur les prévisions du marché des futures qui table sur un niveau de prix pour le baril de Brent autour de 110,9 dollars en 2011 et de 108,25 dollars en 2012.

En raison de cette tendance à la hausse des prix des matières énergétiques sur les marchés mondiaux, les dépenses de compensation devraient s'accroître. En effet, le gouvernement a décidé de ne pas répercuter cette augmentation sur les prix

locaux de certains produits subventionnés afin de préserver le pouvoir d'achat des ménages. Dans ces conditions, l'hypothèse d'une stagnation du prix du gasoil à la pompe à 7,15 DH le litre est retenue dans le scénario central de prévision.

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 1,9%. Ce niveau, proche du taux moyen prévu dans le cadre du dernier Rapport sur la politique monétaire qui s'établissait à 2,1%, demeure en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. Toutefois, la prévision de l'inflation pour l'année 2011 fait ressortir un taux moyen de l'ordre de 1,4%, soit une prévision inférieure à 2,1% prévue dans l'exercice précédent.

Cette révision à la baisse est due, essentiellement, à une chute exceptionnelle de l'inflation durant le mois d'avril, qui s'est établie à -1,1%, un niveau qui n'a jamais été observé depuis 1960. Cette évolution s'explique, principalement, par une diminution non anticipée de 16,5% des prix des légumes.

Ainsi, la prévision de l'inflation au cours du deuxième trimestre de l'année 2011 devrait se situer autour de 0,5% au lieu de 2% prévu lors de l'exercice précédent. Pour les deux derniers trimestres de l'année en cours, des taux d'inflation de l'ordre de 1,6% et 1,7% sont prévus, au lieu de 2,3% et 2,2% communiqués dans le RPM précédent. Quant au premier semestre de l'année 2012, l'inflation devrait s'établir en moyenne à 2,5% au lieu de 2,2%. Enfin, pour le troisième trimestre de l'année 2012, un taux d'inflation de 2,4% est attendu (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 haut, impliquant une probabilité élevée de déviation de l'inflation vers un niveau supérieur à celui de la prévision centrale. Cette asymétrie découle de risques inflationnistes, potentiels, liés aux incertitudes entourant à la fois l'évolution de la conjoncture internationale et nationale.

Sur le plan international, les risques relatifs à l'évolution future des prix des hydrocarbures peuvent impacter de manière indirecte nos prix à l'importation. De même, une demande plus vigoureuse en lien avec la consolidation de la reprise chez les pays avancés et la dynamique de la croissance dans les économies émergentes, pourraient accentuer les tensions sur les cours des matières premières. Au niveau national, une campagne agricole plus favorable que celle retenue dans le scénario central est susceptible d'améliorer le pouvoir d'achat des ménages ruraux et d'exercer, in fine, une pression supplémentaire sur la demande.

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.

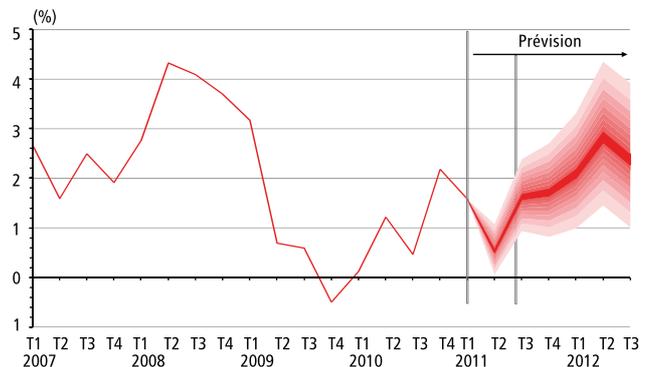
Tableau 6.1 : Prévision de l'inflation pour 2011 T2 – 2012 T3

	2011			2012			Moyenne	HP*
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	2011	
Prévision centrale (%)	0,5	1,6	1,7	2,1	2,8	2,4	1,4	1,9

(Données trimestrielles, en glissement annuel)

*(HP) Horizon de prévision

Graphique 6.1 : Projections de l'inflation 2011 T2 - 2012 T3 (Données trimestrielles, en glissement annuel)



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

بنك المغرب
بنك المغرب

بنك المغرب
بنك المغرب

بنك المغرب
بنك المغرب

بنك المغرب
بنك المغرب

Dépôt légal : 2007/0033

BANK AL-MAGHRIB

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

Tél. :(212) 5 37 70 66 45

Fax :(212) 5 37 20 67 68

E mail : deri@bkam.ma

www.bkam.ma

بنك المغرب