



◆ RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE ◆

N° 18 / 2011

Document préparé pour  
le Conseil de Bank Al-Maghrib  
du 29 mars 2011





## Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour  
le Conseil de Bank Al-Maghrib  
du 29 mars 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
<b>1. Orientation de l'offre et de la demande globale .....</b>	<b>13</b>
1.1 Production .....	13
1.2 Consommation .....	17
1.3 Investissement .....	18
1.4 Commerce extérieur .....	19
<b>2. Pressions sur les capacités de production et marché du travail .....</b>	<b>21</b>
2.1 Tensions sur les capacités de production .....	21
2.2 Tensions sur le marché du travail .....	22
<b>3. Environnement international et prix à l'importation .....</b>	<b>25</b>
3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde .....	25
3.2 Prix des matières premières et de l'inflation .....	26
3.3 Indice des valeurs unitaires à l'importation du Maroc .....	34
<b>4. Conditions monétaires et prix des actifs .....</b>	<b>35</b>
4.1 Conditions monétaires .....	35
4.2 Prix des actifs .....	42
<b>5. Evolution récente de l'inflation .....</b>	<b>45</b>
5.1 Evolution de l'inflation .....	45
5.2 Biens échangeables et biens non échangeables .....	48
5.3 Biens et services .....	49
5.4 Indice des prix à la production industrielle .....	49
5.5 Anticipations d'inflation .....	51
<b>6. Perspectives de l'inflation .....</b>	<b>52</b>
6.1 Hypothèses du Scénario de base .....	52
6.2 Prévision d'inflation et balance des risques .....	55

## LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Projections de la croissance T4 2010-T4 2011 .....	14
Graphique 1.2	: Evolution trimestrielle du produit intérieur brut, de la valeur ajoutée agricole et non agricole .....	14
Graphique 1.3	: Contributions en points de pourcentage des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance 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 mars 2011 .....	15
Graphique 1.4	: Evolution des valeurs ajoutées .....	16
Graphique 1.5	: Evolution de la valeur ajoutée du BTP, des ventes cumulées de ciments et des crédits immobiliers.....	16
Graphique 1.6	: Production industrielle passée et prévue .....	16
Graphique 1.7	: Contributions des branches d'activités à la croissance globale.....	17
Graphique 1.8	: Indicateur composite avancé pondéré des pays partenaires .....	17
Graphique 1.9	: Evolution trimestrielle de la consommation finale des ménages, des transferts des marocains résidant à l'étranger et des recettes voyages, .....	17
Graphique 1.12	: Evolution du total des exportations et des exportations hors phosphates .....	18
Graphique 1.11	: Evolution du climat général des affaires et des dépenses d'investissement .....	18
Graphique 1.10	: Evolution trimestrielle de l'investissement total, de la valeur ajoutée non agricole et des crédits à l'équipement .....	18
Graphique 1.13	: Evolution du total des importations et des importations hors énergie .....	19
Graphique 1.14	: Evolution des quantités et des prix du pétrole brut et du gasoil et fuel .....	19
Graphique 1.15	: Evolution des quantités et des prix du phosphate et d'acide phosphorique.....	20
Graphique 2.1	: Output-gap non agricole.....	21
Graphique 2.2	: Output-gap non agricole et inflation sous-jacente.....	21
Graphique 2.3	: Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie .....	22
Graphique 2.4	: Productivité apparente du travail.....	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 - T4 2010 .....	22
Graphique 2.7	: Taux de chômage en milieu urbain.....	23
Graphique 2.8	: Evolution de la structure du chômage par sexe, âge et diplôme .....	23
Graphique 2.9	: Effectif employé selon les secteurs d'activité .....	24
Graphique 2.10	: 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 2.11	: Variation de l'indice des salaires moyen dans le secteur privé en termes nominal et réel.....	24
Graphique 2.12	: 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 de l'indice du PIB réel (base 2005) aux Etats-Unis, dans la zone euro, au Japon et dans les pays partenaires .....	29
Graphique 3.10	: Evolution du PIB dans le monde, dans la zone euro et les pays partenaires .....	29
Graphique 3.11	: Output-gap des principaux pays partenaires.....	29
Graphique 3.12	: Evolution du PIB dans les pays émergents (Brésil, Russie, Inde, Chine) et au Maroc .....	30

Graphique 3.13	: Evolution du taux de chômage annuel dans la zone euro et les pays partenaires .....	30
Graphique 3.14	: Evolution du taux de variation du chômage pondéré des pays partenaires et du taux de croissance des transferts des MRE .....	31
Graphique 3.15	: Cours mondial du pétrole (Brent) en dollar et du gaz naturel en Pence .....	31
Graphique 3.16	: Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie .....	32
Graphique 3.17	: Perspectives d'évolution des indices des prix des matières premières .....	32
Graphique 3.18	: Indice des prix à l'import hors énergie .....	33
Graphique 3.19	: Indice des prix à l'import des produits alimentaires .....	33
Graphique 3.20	: Indice des prix à l'import des produits miniers .....	33
Graphique 3.21	: Indice des prix à l'import des demi-produits .....	34
Graphique 3.22	: Evolution de l'indice des prix des matières premières mondial et de l'IPM hors énergie national .....	34
Graphique 4.1	: Evolution du taux interbancaire .....	35
Graphique E 4.1.1:	Evolution de la position de liquidité et du TMP en moyenne trimestrielle .....	36
Graphique 4.2	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché des valeurs du Trésor .....	36
Graphique E 4.1.2:	Position de liquidité et TMP du marché monétaire interbancaire .....	36
Graphique E 4.1.3:	Variation des réserves obligatoires .....	37
Graphique E 4.1.5:	Interventions de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire .....	37
Graphique E 4.1.6:	Evolution de la moyenne et de l'écart-type du TMP du marché interbancaire .....	37
Graphique E 4.1.4:	Evolution de l'effet des facteurs de liquidité .....	37
Graphique 4.3	: Evolution des taux débiteurs .....	38
Graphique 4.4	: Evolution du taux interbancaire et des taux débiteurs .....	38
Graphique 4.5	: Croissance de M3 et sa tendance .....	38
Graphique 4.6	: Excédent monétaire (en % de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en termes réels) .....	38
Graphique 4.7	: Contributions des principales contreparties à la croissance de la masse monétaire .....	39
Graphique 4.8	: Evolution des principales composantes de M3 .....	39
Graphique 4.9	: Contributions des secteurs institutionnels à la croissance du total des dépôts .....	39
Graphique 4.10	: Croissance du crédit et sa tendance .....	39
Graphique 4.11	: Contribution des secteurs institutionnels à la croissance du crédit .....	40
Graphique 4.12	: Croissance annuelle des principales catégories du crédit .....	40
Graphique 4.13	: Contribution des différentes catégories à la croissance annuelle du crédit .....	40
Graphique 4.14	: Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets .....	40
Graphique 4.15	: Evolution trimestrielle de l'encours des créances nettes sur l'administration centrale .....	41
Graphique 4.16	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme .....	41
Graphique 4.17	: Evolution des agrégats PL1 et PL2 .....	41
Graphique 4.18	: Croissance annuelle de PL3 et du Masi .....	41
Graphique 4.19	: Taux de change du dirham .....	42
Graphique 4.20	: Taux de change effectif .....	42
Graphique 4.21	: Indice des prix des actifs immobiliers en Espagne, au Royaume-Uni, en France et au Maroc .....	42
Graphique 4.22	: Indice des prix des actifs immobiliers .....	42
Graphique 4.23	: Indice des prix des actifs immobiliers et crédits à l'habitat .....	43
Graphique 4.24	: Indice des prix des actifs immobiliers et indice boursier du secteur immobilier .....	43
Graphique 4.25	: Indices boursiers .....	43
Graphique 4.26	: Valorisation du marché boursier au Maroc et dans certains pays émergents à fin décembre 2010 .....	44
Graphique 4.27	: Evolution des indices sectoriels .....	44
Graphique 5.1	: Inflation et inflation sous-jacente, .....	45
Graphique 5.2	: Contributions des principales composantes à l'inflation .....	45
Graphique 5.3	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables .....	46
Graphique 5.4	: Contribution des échangeables et des non échangeables à l'inflation sous-jacente .....	48

Graphique 5.5 : Evolution des prix des biens échangeables et non échangeables et ceux des produits alimentaires volatils et produits réglementés .....	48
Graphique 5.6 : Evolution de l'inflation des biens échangeables et celle des partenaires commerciaux.....	49
Graphique 5.7 : Contributions des prix des biens et services à l'inflation .....	49
Graphique 5.8 : Evolution des indices des prix à la production industrielle .....	49
Graphique 5.9 : Contributions des principales rubriques à l'indice des prix à la production manufacturière .....	50
Graphique 5.10 : Evolution des prix des produits alimentaires au Maroc et sur les marchés internationaux .....	50
Graphique 5.11 : Evolution des prix des produits industriels pour les trois prochains mois .....	50
Graphique 5.12 : Anticipation de l'inflation selon les chefs des entreprises pour les prochains mois.....	51
Graphique 6.1 : Projections de l'inflation 2011 T1 - 2012 T2.....	56

## LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1 : Evolution du PIB trimestriel aux prix chaînés.....	13
Tableau 1.2 : Evolution de la balance commerciale au mois de janvier 2011 .....	19
Tableau 2.1 : Indicateurs trimestriels d'activités et de chômage par milieu de résidence .....	23
Tableau 3.2 : Evolution de la croissance trimestrielle .....	28
Tableau 3.1 : Perspectives de la croissance dans le monde .....	28
Tableau 3.3 : Evolution du taux de chômage aux Etats-Unis, dans la zone euro et dans les pays partenaires.....	30
Tableau 3.4 : Futures du prix du pétrole (Brent en dollars US) et du gaz naturel (Pence).....	31
Tableau 3.5 : Futures des prix du blé du maïs et du sucre.....	32
Tableau 3.6 : Evolution récente de l'inflation dans le monde .....	32
Tableau 4.1 : Evolution des taux de rendement des bons du Trésor sur le marché primaire.....	35
Tableau 4.2 : Taux créditeurs .....	36
Tableau 4.3 : Valorisation du marché des actions .....	43
Tableau 5.1 : Inflation et ses composantes .....	46
Tableau 5.2 : Prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur.....	46
Tableau E 5.1 : Evolution annuelle des principales composantes de l'inflation .....	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 .....	49
Tableau 6.1 : Prévision de l'inflation pour 2011 T1 – 2012 T2.....	56

## LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 1.1 : Prévision de la production céréalière en 2011 sur la base des données disponibles, arrêtées au 10 mars 2011.....	15
Encadré 4.1 : Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire.....	36
Encadré 5.1 : Evolution de l'inflation en 2010 .....	47

بنك المغرب  
بنك المغرب

---

## COMMUNIQUÉ DE PRESSE

### REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 29 mars 2011

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu sa réunion trimestrielle le mardi 29 mars 2011.
2. Le Conseil a examiné l'évolution récente de la situation économique, monétaire et financière, ainsi que les prévisions d'inflation, établies par les services de la Banque à l'horizon du deuxième trimestre 2012.
3. Le Conseil a noté que l'évolution de l'inflation ressort en ligne avec l'appréciation faite lors de sa dernière réunion. Elle se situe à 2% en février en glissement annuel, après 2,2% au quatrième trimestre 2010 et en janvier 2011. Parallèlement, l'inflation sous-jacente, qui reflète la tendance fondamentale des prix, s'est établie à 1,7% en février, après 1,4% en janvier. Pour leur part, traduisant le renchérissement des prix mondiaux des matières premières, les prix à la production industrielle ont augmenté de 14,1% en janvier, après 8,1% en décembre et 5,6% en novembre 2010.
4. Sur le plan international, la hausse des cours des matières premières s'est poursuivie, tandis que les conditions financières ont connu de nouvelles tensions, en liaison avec les difficultés liées aux dettes souveraines, notamment dans la zone euro. Parallèlement, la croissance est restée modérée dans les principaux partenaires européens du Maroc, alors que les pays émergents ont enregistré des niveaux nettement supérieurs.
5. En dépit de ce contexte volatil, la résilience de l'économie marocaine se confirme à travers à la fois l'amélioration de la demande extérieure et la poursuite du renforcement de la demande intérieure. Ainsi, la croissance s'établirait entre 4% et 5% en 2011, avec une hausse de la valeur ajoutée des activités non agricoles devant dépasser 4% au premier trimestre et se situer entre 4,5% et 5,5% sur l'ensemble de l'année 2011.
6. Dans ces conditions, l'output gap non agricole, pertinent pour l'évaluation des tensions inflationnistes, devrait globalement rester à des niveaux ne représentant pas des risques pour la stabilité des prix, alors que certaines tensions émanant du marché du travail pourraient apparaître au cours des prochains trimestres.
7. L'analyse des évolutions monétaires à fin février 2011 montre la poursuite du ralentissement de la croissance de M3, avec un rythme de 4,3% en glissement annuel, après 5,3% au cours du quatrième trimestre 2010. Dans ces conditions, l'écart monétaire s'est maintenu à un niveau négatif, dénotant l'absence de pressions d'origine monétaire sur les prix. Pour sa part, le rythme de progression du crédit bancaire s'est établi à 6,6% en février, après 6% en janvier.
8. Sur la base de l'ensemble de ces éléments, la prévision centrale de l'inflation reste proche de celle présentée lors du dernier Conseil. Ainsi, l'inflation devrait s'établir à environ 2,2% en moyenne au terme de l'horizon de prévision, soit le deuxième trimestre 2012. De même, l'inflation sous-jacente devrait rester modérée, ne dépassant pas 2%.

9. 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%.
10. Le Conseil a, par ailleurs, analysé et approuvé les comptes de la Banque et le rapport de gestion, ainsi que l'affectation du résultat au titre de l'exercice 2010.
11. Le Conseil a également examiné et approuvé le programme d'audit interne pour l'année 2011.

---

## APERÇU GÉNÉRAL

En ligne avec les analyses et prévisions publiées dans le cadre du dernier Rapport sur la Politique Monétaire (RPM), l'inflation est restée stable à 2,2% entre le quatrième trimestre 2010 et janvier 2011, dans un contexte de tensions sur les prix au niveau mondial, suite au renchérissement du pétrole et des matières premières. Pour sa part, l'inflation sous-jacente, qui continue de progresser lentement depuis février 2010, s'est établie à 1,4% en janvier 2011, après 0,4% en moyenne sur l'ensemble de l'année précédente. En revanche, la diffusion des cours mondiaux des matières premières vers les prix à la production industrielle a été plus marquée en janvier 2011, avec un rythme d'accroissement de 14,1% contre 8,1% en décembre 2010.

Sur le plan international, des tensions persistent au niveau des conditions financières, alimentées par les craintes liées à l'ampleur des dettes souveraines et les évolutions politiques récentes dans certains pays du Moyen Orient et d'Afrique du Nord. Les rendements sur les marchés obligataires ont connu de nouvelles hausses, aussi bien aux États-Unis que dans la zone euro, alors que les indices boursiers des pays émergents et, dans une moindre mesure, des pays avancés ont accusé des baisses, particulièrement marquées à la fin du mois de février 2011. Cependant, la hausse du crédit s'est poursuivie dans les pays avancés, bien qu'à des rythmes encore très modérés.

S'agissant de l'activité économique internationale, elle demeure caractérisée par des rythmes différenciés de croissance. La dynamique soutenue des économies émergentes d'Asie et d'Amérique latine a continué de conforter la reprise mondiale au quatrième trimestre, alors que la croissance est restée faible à modérée dans la majorité des pays avancés. Dans ce contexte marqué par l'accélération du renchérissement des matières premières, l'inflation a progressé dans plusieurs pays avancés et émergents, pour atteindre des niveaux proches de ceux enregistrés en 2008.

Au niveau national et en dépit des évolutions observées, notamment la lenteur de la reprise de l'activité des principaux partenaires européens, les indicateurs du compte courant de la balance des paiements ont poursuivi en janvier 2011 l'amélioration constatée au cours des derniers mois de 2010. Les exportations se sont accrues de 22,3%, avec une progression de 23,4% de celles hors phosphates et dérivés, tandis que les recettes de voyages et les transferts des MRE ont augmenté respectivement de 10,6% et de 1,4%. Dans le même temps, les importations ont enregistré une hausse de 26,3%, sous l'effet principalement de l'accroissement de 32,9% des importations des produits énergétiques. Dans un contexte marqué par une évolution favorable des indicateurs de la demande intérieure, les activités non agricoles devraient marquer une croissance supérieure à 4% au premier trimestre et comprise entre 4,5% et 5,5% sur l'ensemble de l'année 2011. Toutefois, l'output gap non agricole, pertinent pour l'évaluation des pressions inflationnistes, ne devrait pas atteindre des valeurs pouvant représenter des risques pour la stabilité des prix. Au total, la croissance du PIB global devrait s'établir autour de 4,1% au premier trimestre et entre 4% et 5% en 2011.

S'agissant des conditions monétaires, les données à fin janvier 2011 font état de la poursuite de la modération du rythme de progression de la masse monétaire et du crédit bancaire. En glissement annuel, la hausse de l'agrégat M3 s'est limitée à 3,6%, après 5,3% au cours du quatrième trimestre 2010, sous l'effet notamment du ralentissement des dépôts à vue et de la baisse des titres des OPCVM monétaires, maintenant ainsi l'excédent monétaire à des niveaux négatifs. Dans le même temps, l'augmentation du crédit est revenue à 5,5%, après 9,3% au quatrième trimestre 2010. Concernant

les taux d'intérêt débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques indiquent une baisse du taux moyen pondéré au quatrième trimestre 2010, tirée principalement par le repli des taux assortissant les crédits de trésorerie. Quant aux prix des actifs immobiliers, l'indice calculé par la Banque indique une baisse de 0,9% au quatrième trimestre, en glissement annuel.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments, l'inflation à l'horizon des six prochains trimestres devrait globalement rester en ligne avec la stabilité des prix. Au terme de l'horizon de prévision, soit le deuxième trimestre de l'année 2012, l'inflation devrait se situer à 2,2%, alors qu'en moyenne, sur le même horizon, elle s'établirait à 2,1%. Comparativement à l'exercice précédent (RPM décembre 2010), l'inflation au cours de l'année 2011 n'a pas connu de révisions significatives, ressortant à 2,1% au lieu de 2,3%. En ce qui concerne la balance des risques entourant la prévision centrale, elle demeure orientée à la hausse, en liaison principalement avec des facteurs externes, notamment la volatilité des cours des matières premières sur les marchés internationaux.

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

La croissance nationale serait comprise entre 3% et 4% en 2010, recouvrant un recul de la valeur ajoutée agricole et une consolidation des activités non agricoles, à la faveur de la bonne orientation des activités minières et énergétiques et du renforcement des activités tertiaires. Au niveau de la demande, l'année 2010 a été caractérisée par une amélioration de la consommation, aussi bien des ménages que des administrations publiques, et par une progression de la formation brute de capital fixe accompagnée d'un ralentissement des stocks. Par ailleurs, le taux de couverture des importations de biens et services s'est établi à 74,3% contre 70,7% un an auparavant, en raison d'un accroissement plus rapide des exportations (+19,3%) par rapport aux importations (+13,6%), induisant ainsi une contribution positive de la demande extérieure à la croissance nationale après trois années successives de contribution négative. En 2011, les perspectives demeurent globalement favorables, avec des prévisions indiquant une stabilisation de la performance des activités agricoles et une amélioration progressive des activités non agricoles, dont la valeur ajoutée croîtrait à un rythme compris entre 4,5% et 5,5%. Au total, la croissance du PIB global s'établirait à 4,1% au premier trimestre et se situerait entre 4% et 5% sur l'ensemble de l'année.

### 1.1 Production

En 2010, l'économie nationale a été caractérisée par une reprise graduelle des activités non agricoles, à la faveur de la bonne orientation des activités minières et énergétiques, ainsi que de la consolidation des activités tertiaires. Le secteur agricole, en revanche, a enregistré une baisse de l'ordre de 7%, après une campagne agricole 2008-2009 exceptionnelle.

Le redressement des activités non agricoles devrait se poursuivre au premier trimestre 2011, avec toutefois un léger ralentissement, en liaison avec la dissipation des effets de base. Les derniers indicateurs conjoncturels disponibles indiquent que la croissance non agricole devrait se situer autour de 4,9% au cours du quatrième trimestre 2010, alors que la valeur ajoutée agricole serait en baisse de 7,4%, ramenant ainsi le taux de croissance du PIB global dans une fourchette entre 3% et 4%, en ligne avec les prévisions précédemment établies (voir RPM Décembre 2010).

L'actuelle campagne agricole bénéficie de conditions climatiques globalement favorables ayant permis une augmentation de 9,1% des superficies emblavées en céréales d'automne pour s'établir à 4,8 millions d'hectares. Le cumul pluviométrique a atteint 324 mm, en baisse de 9% selon les données arrêtées au

**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
	TI	TII	TIII	TIV	TI	TII	TIII	TIV <sub>E</sub>	TI <sub>p</sub>
Agriculture	30,7	31,2	29,4	31,1	-8,6	-7,6	-8,4	-7,4	2,8
<b>VA non agricole</b>	-2,2	0,1	0,9	5,4	6,1	4,9	4,7	4,9	4,4
Industrie extractive	-46,8	-31,0	-21,9	14,0	107,9	46,9	21,7	8,6	-7,2
Industrie de transformation	-2,0	-1,6	-0,7	2,7	1,4	1,1	2,7	3,4	3,5
Electricité et eau	6,2	2,3	3,3	2,2	6,7	11,3	13,0	13,7	7,4
Bâtiment et travaux publics	2,6	3,9	1,0	6,1	2,9	2,6	1,0	0,7	2,7
Commerce	3,1	2,7	3,0	5,3	1,6	1,9	2,2	3,7	3,9
Hôtels et restaurants	-5,8	-2,0	0,1	2,9	6,7	8,3	8,4	8,0	8,3
Transports	1,5	2,6	2,3	4,9	7,6	5,6	6,9	7,1	7,2
Postes et télécommunications	2,8	3,3	3,9	1,1	4,1	3,1	7,8	8,1	7,9
Administration publique générale et sécurité sociale	7,7	7,7	7,6	7,6	3,4	3,3	3,4	3,5	3,6
Autres services*	3,5	3,7	3,5	4,0	4,3	4,9	4,8	4,9	5,0
Impôts sur les produits nets des subventions	4,0	3,1	6,5	5,1	4,1	4,0	5,2	5,6	5,5
PIB hors agriculture	-1,5	0,4	1,5	5,4	5,8	4,8	4,7	5,0	4,5
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>2,2</b>	<b>4,2</b>	<b>4,9</b>	<b>8,6</b>	<b>3,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>4,1</b>

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

Sources : HCP; estimations et prévisions de BAM

10 mars 2011 par rapport à sa moyenne quinquennale portant le taux de remplissage des barrages à usage agricole à 74%. Dans ces conditions, la production céréalière devrait s'établir, selon les estimations de la Banque, à près de 80 millions de quintaux (voir Encadré 1.1).

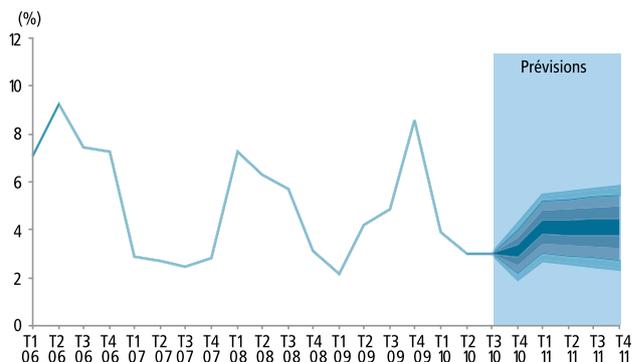
Concernant le secteur secondaire, sur la base des dernières données disponibles, le secteur minier devrait maintenir le dynamisme observé au cours des derniers trimestres, tout en enregistrant un ralentissement, voire une légère baisse au premier trimestre 2011 en raison de la dissipation progressive des effets de base.

L'activité de l'industrie de transformation, qui avait connu une nette amélioration au troisième trimestre 2010, devrait se consolider davantage au quatrième trimestre 2010 et au premier trimestre 2011. Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib du mois de janvier montrent en effet que la production industrielle s'est inscrite en hausse dans l'ensemble des branches, à l'exception de l'industrie du textile et du cuir, et que les nouvelles commandes reçues par les entreprises ainsi que les ventes, aussi bien locales qu'étrangères, étaient en progression d'un mois à l'autre. S'agissant des perspectives d'évolution de l'activité, les professionnels tablent sur une augmentation de la production et des ventes locales et étrangères.

Concernant la branche « électricité et eau », les ventes ont augmenté de 9,6% au quatrième trimestre 2010, en glissement annuel, recouvrant une progression de 8,3% des ventes destinées aux industriels et de 14,4% de celles aux ménages. En regard, la production nette de l'Office national de l'électricité s'est accrue de 10,8%, ce qui a permis de réduire les importations de 14,8%. Dans ces conditions, la valeur ajoutée de la branche devrait maintenir son rythme d'évolution observé au troisième trimestre de 2010, avant de revenir à un rythme plus modéré au premier trimestre 2011.

Au niveau des activités du bâtiment et travaux publics, le ralentissement observé au cours des trois premiers trimestres de l'année se serait poursuivi au quatrième trimestre, comme

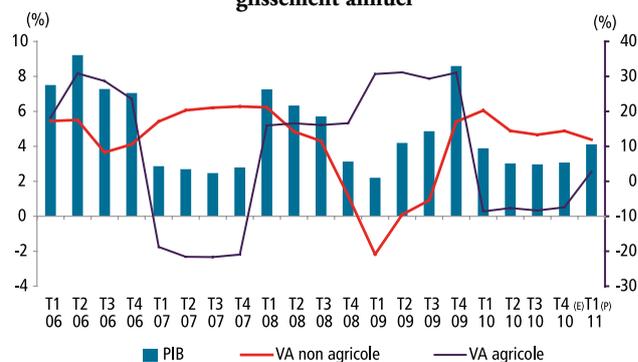
Graphique 1.1 : Projections de la croissance T4 2010-T4 2011\*



(\* ) Eventail en fonction de l'écart type

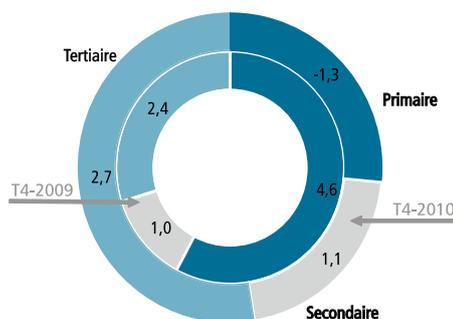
Sources : HCP estimations et prévisions de BAM

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



Sources : HCP et prévisions de BAM

Graphique 1.3 : 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 : Prédiction de la production céréalière en 2011 sur la base des données disponibles, arrêtées au 10 mars 2011

La campagne agricole 2010-2011 s'est caractérisée par un démarrage précoce des précipitations, ce qui a favorisé les travaux d'installation des céréales d'automne. Ainsi, la superficie semée a atteint, au 15 janvier, 4,8 millions d'hectares en augmentation de 9% par rapport à la campagne précédente.

En dépit d'un déficit pluviométrique de 39% et de 9% par rapport, respectivement, à la campagne précédente et à la moyenne des cinq dernières années, la campagne actuelle bénéficie d'une répartition temporelle plus favorable des précipitations.

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 février par le Centre Royal de Télédétection Spatiale, à l'exception des régions du Haouz, de l'Oriental et du Pré-Saharien. A noter que dans certaines régions, l'indice de végétation avoisine même la valeur maximale annuelle atteinte habituellement vers les mois de mars et avril.

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 : le modèle économétrique, la méthode de la campagne similaire et la méthode basée sur l'indicateur pluviométrique.

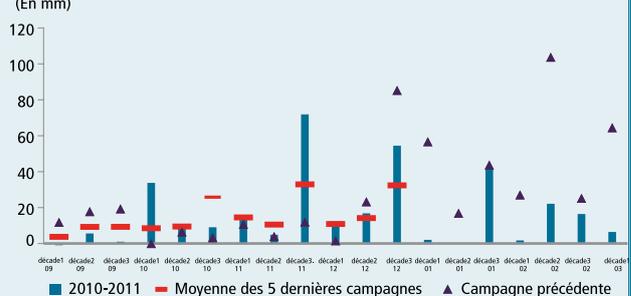
Sur la base des données climatiques arrêtées au 10 mars 2011, le modèle économétrique prévoit une production céréalière de 79 millions de quintaux, englobant 39 millions de quintaux de blé tendre, 17 millions de quintaux de blé dur et 22 millions de quintaux d'orge, en hausse respectivement de 27%, de 16% et de 2% en comparaison avec les moyennes quinquennales.

La méthode de la campagne similaire, basée sur la comparaison des conditions climatiques historiques, donne une estimation de 72 millions de quintaux, répartie en 31 millions de quintaux de blé tendre, 17 millions de quintaux de blé dur et 24 millions de quintaux d'orge.

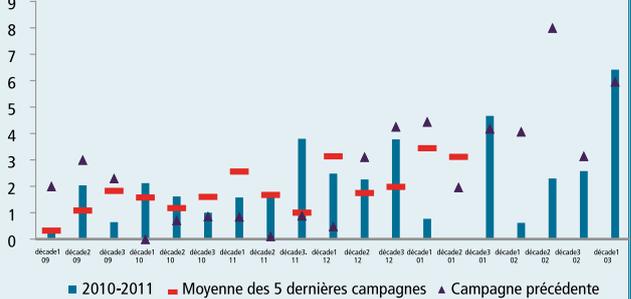
L'application de la méthode basée sur l'indicateur pluviométrique conduit à une prévision de la production céréalière au niveau national de l'ordre de 82 millions de quintaux.

Aussi, la prévision moyenne des trois méthodes s'établit à environ 78 millions de quintaux en hausse de 16% par rapport à la moyenne des cinq dernières campagnes et de 6% par rapport à la campagne précédente.

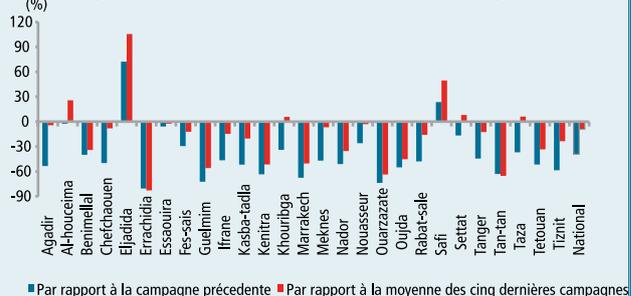
Graphique E1.1.1 : Cumul décadaire des précipitations



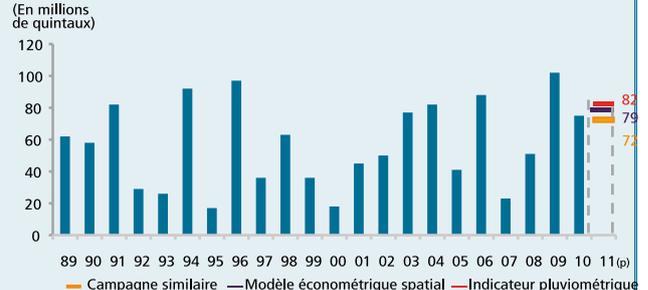
Graphique E1.1.2 : Nombre de jours des précipitations



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 mars 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

en témoigne la baisse de 0,3% des ventes de ciments qui n'ont ainsi marqué qu'une hausse limitée à 0,4% sur l'ensemble de l'année 2010. Cependant, les mesures entreprises dans le cadre de la loi de finances 2011 en faveur du logement social ainsi que la poursuite des grands chantiers d'infrastructures devraient permettre de soutenir l'activité du secteur au cours des prochains trimestres.

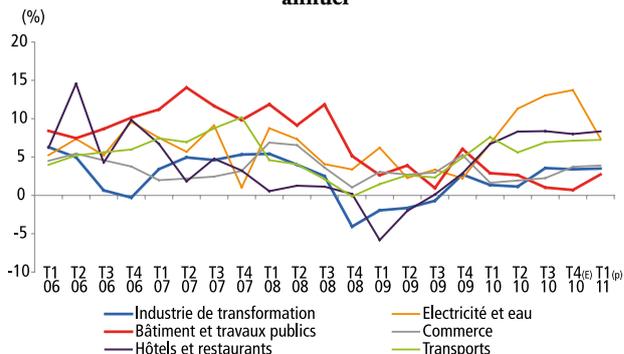
Les activités tertiaires devraient, pour leur part, voir leur rythme de progression se renforcer au cours des prochains trimestres, avec une contribution à la croissance économique estimée à 2,7 points de pourcentage au quatrième trimestre et à 2,5 points au premier trimestre de 2011.

Concernant le secteur du tourisme, après une année 2010 marquée par une hausse de 11% des arrivées, ainsi qu'une progression de 41% à 44% du taux d'occupation et de 6,4% des recettes voyages, les données de janvier 2011 laissent indiquer une consolidation de ces performances, avec un accroissement en glissement annuel des arrivées et des nuitées dans les établissements classés de 15% et 19% respectivement. De même, les recettes des voyages se sont élevées à 3,9 milliards de dirhams, en hausse de 10,6%. Dans ce contexte, la branche « hôtels et restaurants » devrait poursuivre sa bonne orientation, enregistrant une hausse de sa valeur ajoutée à un rythme estimé à 8,3% au premier trimestre 2011.

Etroitement lié à l'activités des autres secteurs, le commerce devrait bénéficier davantage du dynamisme observé au niveau des activités non agricoles. De même, la valeur ajoutée de l'activité du transport serait en hausse de 7,1% au quatrième trimestre et de 7,2% au premier trimestre 2011. Le secteur aurait ainsi connu une bonne tenue des différentes catégories de transport, en particulier le trafic aérien qui s'est élargi de 15,1% au terme de l'année 2010 et de 15,3% au mois de janvier 2011.

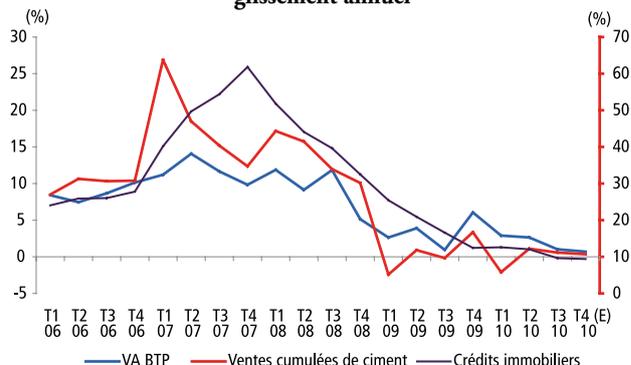
Globalement, les évolutions conjoncturelles des différentes branches d'activité semblent conforter une amélioration progressive des activités non agricoles au cours de 2011, laissant entrevoir un accroissement compris entre 4,5%

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



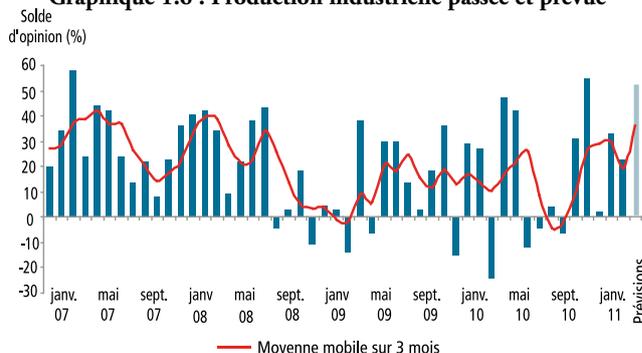
Sources : HCP et prévisions BAM

**Graphique 1.5 : Evolution de la valeur ajoutée du BTP, des ventes cumulées de ciments et des crédits immobiliers, en glissement annuel**



Sources : APC et prévisions BAM

**Graphique 1.6 : Production industrielle passée et prévue**



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

et 5,5% de leur valeur ajoutée. Conjugée à la stabilisation de la performance des activités agricoles, cette évolution devrait donner lieu à une croissance globale comprise entre 4% et 5% pour l'ensemble de l'année.

## 1.2 Consommation

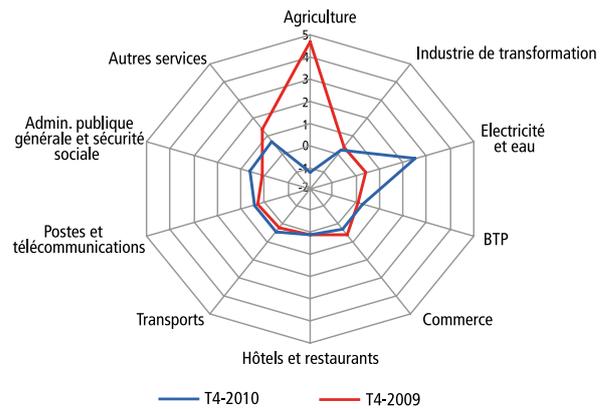
Après un ralentissement en 2009, imputable aux effets de la crise économique internationale, les estimations pour 2010 et les prévisions pour 2011 laissent indiquer un raffermissement de la consommation finale des ménages qui devrait s'aligner de nouveau sur la tendance observée au début des années 2000.

En effet, les estimations effectuées par les services de la Banque montrent une amélioration des déterminants de la consommation des ménages, avec une progression de 5,8% du revenu national brut disponible par habitant en 2011 contre 4,6% en 2010, elle même attribuable à la hausse des activités non agricoles et à la consolidation progressive des transferts des MRE.

L'analyse des indicateurs de haute fréquence disponibles tend à confirmer cette dynamique, faisant ressortir en janvier 2011 une hausse de 10,6% des recettes voyages, de 1,4% des transferts des marocains résidant à l'étranger et de 8,2% des crédits accordés aux ménages. D'autres indicateurs vont également dans le sens de l'amélioration de la consommation finale des ménages, notamment les dépenses voyages qui se sont accrues de 9,3% en 2010 et de 8,8% au mois de janvier 2011 en glissement annuel. De même, l'enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie indique une amélioration des ventes locales au niveau des industries agroalimentaires et celles du textile et du cuir.

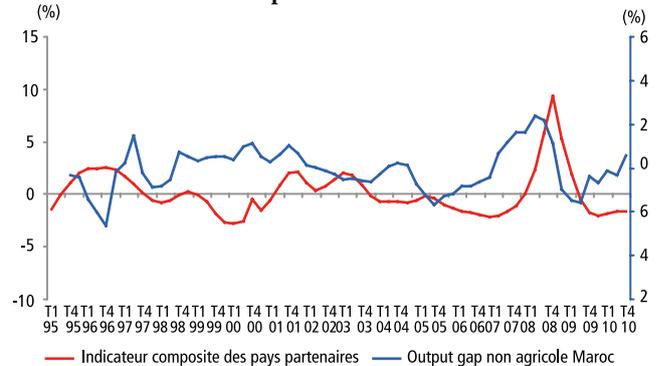
Par ailleurs, la décision prise par l'Etat de prévoir un montant additionnel de 15 milliards de dirhams au titre de la charge de compensation, portant ainsi cette dépense à 32 milliards, devrait limiter l'impact du renchérissement des matières premières sur le pouvoir d'achat des ménages, contribuant ainsi au soutien des dépenses de consommation en 2011.

Graphique 1.7 : Contributions des branches d'activités à la croissance globale



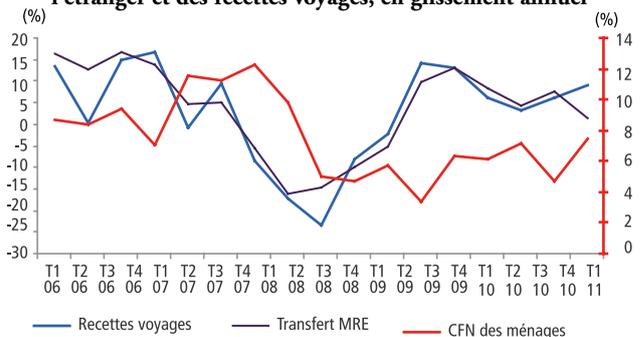
Sources : HCP, calculs et prévisions BAM

Graphique 1.8 : 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 calculs BAM

Graphique 1.9 : Evolution trimestrielle de la consommation finale des ménages, des transferts des marocains résidant à l'étranger et des recettes voyages, en glissement annuel



Sources : HCP, OC, calculs et prévisions BAM

### 1.3 Investissement

L'évolution de l'investissement serait marquée en 2011 par une reprise plus marquée de la FBCF mais aussi par une diminution des stocks à prix courants par rapport aux niveaux exceptionnellement élevés de 2008 et 2009.

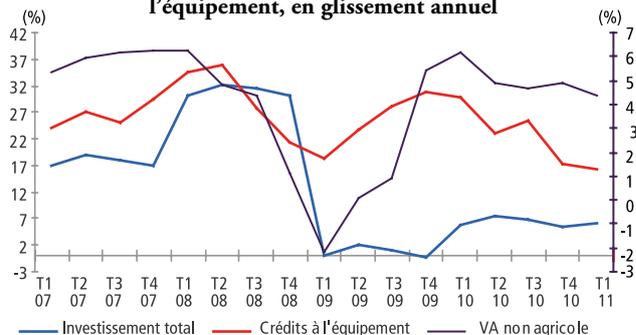
L'investissement devrait ainsi croître en 2011 à un rythme proche de sa tendance de long terme après le ralentissement enregistré en 2009 et 2010, à la faveur du regain de confiance des opérateurs économiques et de l'amélioration de l'attractivité de l'économie nationale en IDE ainsi qu'au maintien à un niveau élevé des dépenses d'investissement du secteur public.

En effet, l'investissement des entreprises et établissements publics devrait progresser de 60% comparativement à la moyenne des investissements du secteur durant ces cinq dernières années pour totaliser en 2011 un montant de 106 milliards de dirhams, alloué principalement aux secteurs du phosphate, des énergies renouvelables et des infrastructures de base.

De même, l'investissement des opérateurs privés devrait être dynamique, parallèlement au renforcement de l'activité dans les principaux secteurs porteurs, notamment le bâtiment et travaux publics ainsi qu'à la consolidation du climat général des affaires. A ce titre, les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib auprès du secteur industriel relatifs au quatrième trimestre 2010 indiquent que 47% des industriels estiment globalement « bon » le climat des affaires contre 17% qui le considèrent comme « médiocre ». En outre, les nouvelles commandes reçues se sont inscrites en hausse, tandis que le niveau de stocks est jugé quasi-normal. Selon la même enquête, les réalisations en matière d'investissement se sont inscrites en progression avec un solde d'opinion de 15%, 42% des professionnels tablent sur une poursuite de l'accroissement des investissements et 47% sur une stagnation.

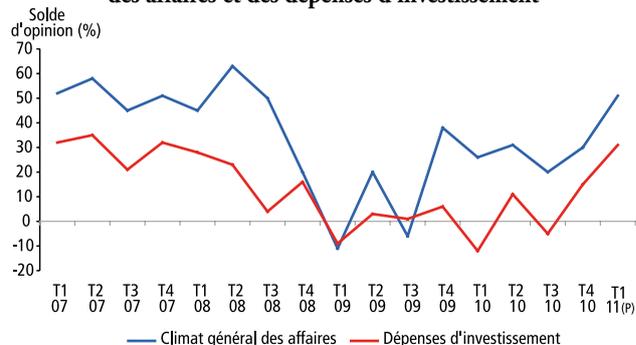
S'agissant de l'administration centrale, les dépenses d'investissement du Trésor selon la Loi de finances 2011 devraient augmenter de près de 4% par rapport aux estimations des

**Graphique 1.10 : Evolution trimestrielle de l'investissement total, de la valeur ajoutée non agricole et des crédits à l'équipement, en glissement annuel**



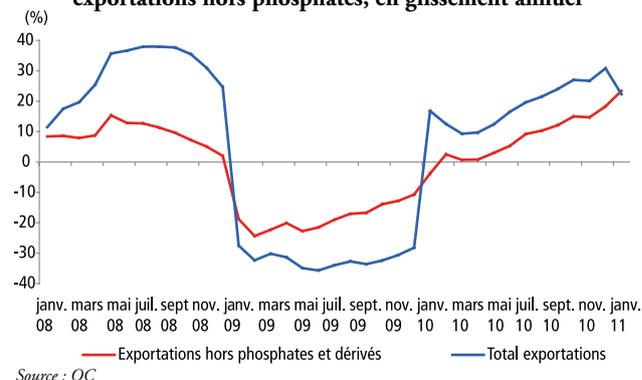
Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM

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



Sources : Enquête de conjoncture dans l'industrie de BAM

**Graphique 1.12 : Evolution du total des exportations et des exportations hors phosphates, en glissement annuel**



Source : OC

réalisations de 2010, pour atteindre 48 milliards de dirhams.

## 1.4 Commerce extérieur

Les données du commerce extérieur à fin janvier 2011 indiquent la poursuite de l'amélioration de la demande étrangère adressée au Maroc, comme en témoigne le rythme soutenu de progression des exportations. Le déficit commercial s'est néanmoins aggravé en glissement annuel, en liaison avec la hausse des importations.

En effet, la balance commerciale a dégagé, à l'issue du premier mois de l'année, un déficit de 13,2 milliards de dirhams, en augmentation de 30,5% par rapport à la même période de l'année précédente. Cette évolution résulte de la progression de 26,3% des importations, plus importante que celle de 22,3% des exportations. Le taux de couverture s'est ainsi établi à 49,9%, au lieu de 51,5% une année auparavant.

L'accroissement des exportations est attribuable en grande partie à la hausse de 23,4% des exportations hors phosphates. Ainsi, les livraisons de fils et câbles, de composants électroniques, d'articles de bonneterie et de vêtements confectionnés ont crû de 83,3%, de 49,3%, de 30,9% et de 7,5% respectivement, tandis que celles d'agrumes et de produits de la mer ont affiché des baisses respectives de 19,2% et de 11%. Pour leur part, les expéditions de phosphates et dérivés ont enregistré une progression annuelle de 18,8%. A ce titre, les ventes de phosphates et d'engrais naturels et chimiques se sont accrues de 25,6% et de 56,1% respectivement, en glissement annuel. En revanche, les exportations d'acide phosphorique ont accusé une baisse de 9,7% d'une année à l'autre.

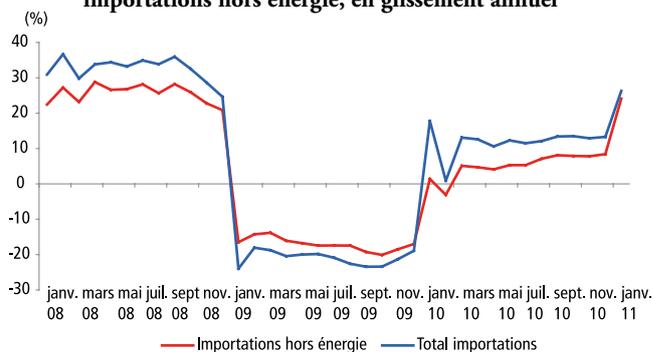
En regard, l'augmentation des importations s'explique par la hausse des acquisitions de l'ensemble des catégories de produits. En effet, la facture énergétique, s'élevant à 7 milliards de dirhams, s'est accrue de 32,9% et celle des produits alimentaires a progressé de 65,1%. L'accroissement des importations de produits énergétiques résulte principalement de l'augmentation de 25,8% du prix moyen de la tonne importée de pétrole brut. Le volume

**Tableau 1.2 : Evolution de la balance commerciale au mois de janvier 2011, en glissement annuel**

(En millions de dirhams)	janv. 2010	janv. 2011*	Variations	
			Montant	%
<b>Exportations globales</b>	<b>10 706,5</b>	<b>13 097,6</b>	<b>+2 391,1</b>	<b>+22,3</b>
Exportations de phosphates et dérivés	2 482,8	2 949,3	+466,5	+18,8
Exportations hors phosphates et dérivés	8 223,7	10 148,3	+1 924,6	+23,4
Fils et câbles pour l'électricité	689,8	1 264,4	+574,6	+83,3
Composants électroniques	364,3	543,8	+179,5	+49,3
Articles de bonneterie	494,5	647,5	+153,0	+30,9
Vêtements confectionnés	1 445,0	1 552,8	+107,8	+7,5
Agrumes	603,8	487,9	-115,9	-19,2
<b>Importations globales</b>	<b>20 794,9</b>	<b>26 262,3</b>	<b>+5 467,4</b>	<b>+26,3</b>
Importations de produits énergétiques	5 243,6	6 968,4	+1 724,8	+32,9
Importations hors produits énergétiques	15 551,3	19 293,9	+3 742,6	+24,1
Demi-produits	4 296,7	5 321,4	+1 024,7	+23,8
Produits alimentaires	2 025,1	3 343,7	+1 318,6	+65,1
Biens consommation	3 633,1	4 354,2	+721,1	+19,8
Biens d'équipement	4 525,8	4 844,9	+319,1	+7,1
<b>Déficit commercial</b>	<b>-10 088,4</b>	<b>-13 164,7</b>	<b>3 076,3</b>	<b>30,5</b>

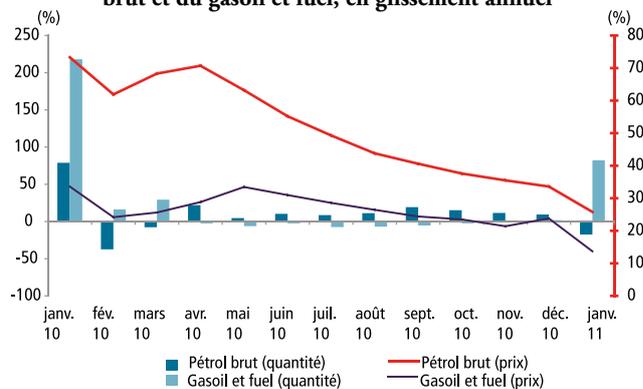
\* Données provisoires  
Source : OC

**Graphique 1.13 : Evolution du total des importations et des importations hors énergie, en glissement annuel**



Source : OC

**Graphique 1.14 : Evolution des quantités et des prix du pétrole brut et du gasoil et fuel, en glissement annuel**

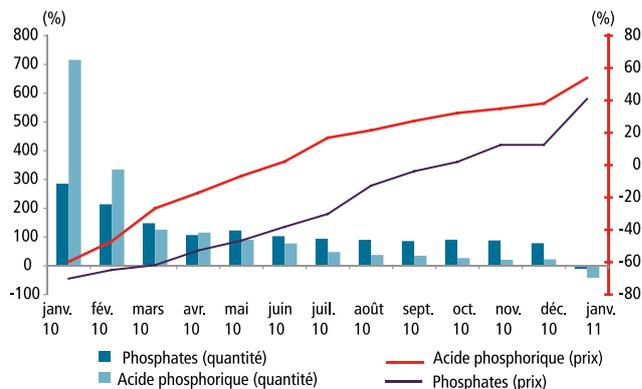


Source : OC

importé a, toutefois, enregistré un recul de 17,5%. Le prix moyen de la tonne importée s'est élevé à 5.635 dirhams, contre 4.481 dirhams pendant la même période de l'année précédente.

Le volume des achats est revenu, quant à lui, de 498 milliers de tonne à 410,8 milliers. De même, les achats de gasoil et fuel, ainsi que ceux de gaz de pétrole et autres hydrocarbures ont connu des progressions respectives de 107,1% et de 77,5%. Hors énergie, les importations ont progressé de 24,1%, s'élevant ainsi à 19,3 milliards de dirhams. En effet, les importations des produits alimentaires ont augmenté de 65,1%, sous l'effet de l'expansion des approvisionnements en blé et en sucre respectivement de 265,2% et de 124,7%. Pour leur part, les importations de demi-produits ont enregistré une hausse de 23,8%, attribuable principalement à la progression de 29% et de 62,4% respectivement, des achats de matières plastiques et de fils et câbles. Les importations de biens de consommation ont également enregistré une hausse de 19,8%, suite notamment à l'augmentation des acquisitions de voitures de tourisme et de médicaments, respectivement de 43,8% et de 5%.

Graphique 1.15 : Evolution des quantités et des prix du phosphate et d'acide phosphorique, en glissement annuel



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

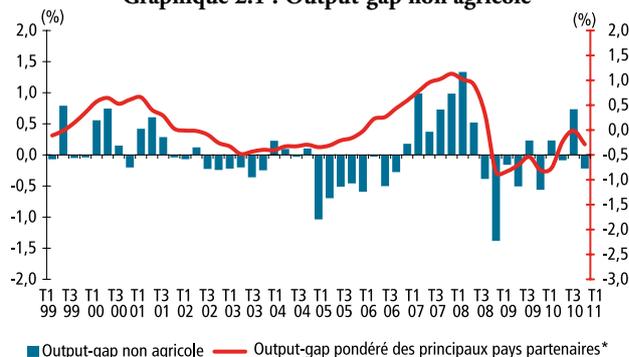
En dépit de la poursuite de la vigueur de la demande interne et de la reprise progressive chez nos principaux pays partenaires, les estimations de Bank Al-Maghrib montrent que l'output gap non agricole n'a pas atteint des niveaux pouvant représenter un risque de tensions sur les prix. Après avoir été légèrement positif en moyenne au cours du deuxième semestre 2010, cet indicateur devrait revenir ponctuellement à une valeur légèrement négative au premier trimestre 2011. Le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur industriel a connu, quant à lui, une légère baisse, tout en restant supérieur à sa moyenne historique, selon les données de l'enquête mensuelle de BAM relative au mois de janvier 2011. En matière d'emploi, le quatrième trimestre 2010 a été caractérisé par une hausse de 0,2 point de pourcentage du taux de chômage national en glissement annuel, recouvrant une légère baisse du taux de chômage urbain et une hausse de 0,5 point de pourcentage de celui en milieu rural. Par ailleurs, les données disponibles sur les salaires dans le secteur privé font ressortir une baisse en termes réels au troisième trimestre 2010. Globalement, l'analyse des différentes évolutions indique l'absence de pressions significatives de la demande sur les prix pour les prochains trimestres.

### 2.1 Tensions sur les capacités de production

L'output gap non agricole, devrait se situer autour de zéro au cours du premier trimestre 2011, indiquant ainsi la poursuite du raffermissement de la demande interne et de la reprise graduelle dans les principaux pays partenaires, mais à un rythme qui ne représente pas de risques notables pour la stabilité des prix. L'output gap des principaux pays partenaires, qui contribue dans une large mesure aux variations de l'activité non agricole au Maroc, ne devrait aussi afficher des valeurs significativement positives qu'à partir du troisième trimestre 2011 sous la condition de non matérialisation des risques entourant la reprise, notamment ceux liés au renchérissement des prix des matières premières.

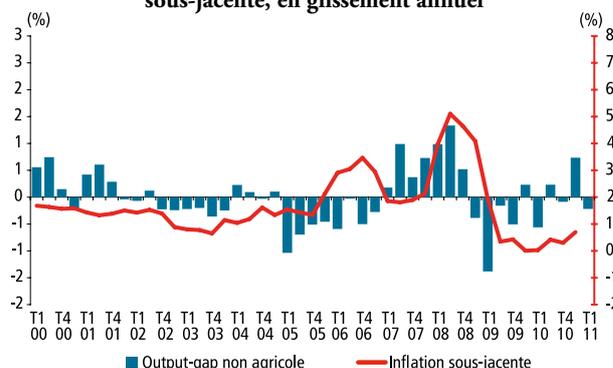
En ligne avec ces évolutions, les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie de Bank Al-Maghrib, relatifs au mois de janvier, révèlent un recul du taux d'utilisation des capacités de production d'un point de pourcentage pour se situer à 74%, niveau qui reste légèrement supérieur à sa moyenne historique. Cette évolution est impactée essentiellement par la forte baisse du taux d'utilisation des capacités de production

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.

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



Sources : HCP et estimations BAM

des industries mécaniques et métallurgiques qui est revenu de 65% à 57%.

Dans les autres secteurs, le taux d'utilisation des capacités de production a accusé une légère baisse dans les industries agro-alimentaires pour atteindre 75% et a stagné à 79% dans les industries chimiques et parachimiques et à 83% dans les industries électriques et électroniques. De même, celui des industries du textile et du cuir, fortement lié à la conjoncture des pays partenaires, s'est maintenu à 71% en janvier.

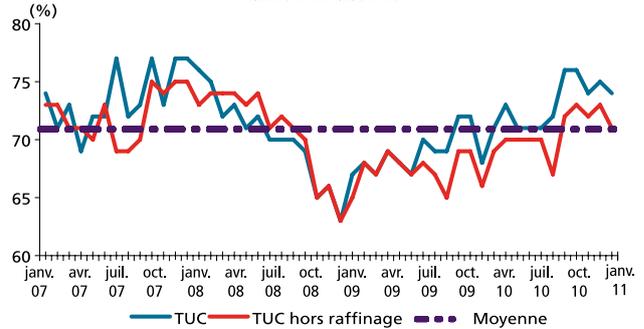
Quant à l'indice de la productivité apparente du travail dans les activités non agricoles, il a progressé de 4% en glissement annuel durant le quatrième trimestre 2010, pour s'élever à environ 115 points. Sur la base des estimations du PIB non agricole, on peut penser que cette évolution est attribuable à l'augmentation de l'emploi urbain à un rythme inférieur à celui du PIB non agricole, tel qu'estimé par BAM.

Parallèlement, les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans le secteur industriel révèlent une hausse du coût unitaire de production d'un trimestre à l'autre, avec un solde d'opinion de 52%. Cette évolution est attribuée par les chefs d'entreprises au renchérissement des matières premières non énergétiques avec un solde d'opinion de 57% et, dans une moindre mesure, aux coûts énergétiques. Au niveau sectoriel, outre les coûts des matières premières non énergétiques qui ont constitué la principale source d'augmentation du coût unitaire de production dans toutes les branches, les coûts financiers et le niveau des salaires ont constitué la deuxième source identifiée respectivement pour les opérateurs dans les industries mécaniques et métallurgiques et les industries électriques et électroniques. Dans les autres branches, les coûts de l'énergie ont constitué le second facteur.

## 2.2 Tensions sur le marché du travail

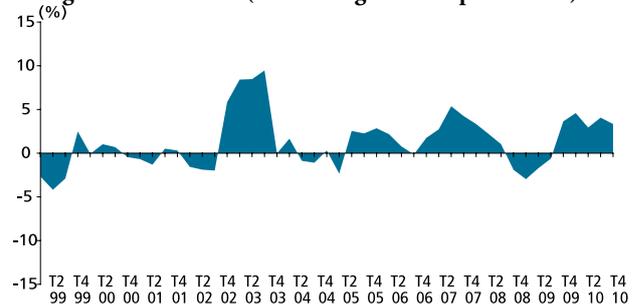
Au terme du quatrième trimestre 2010, la population active âgée de 15 ans et plus a atteint 11.402.000 personnes, soit un accroissement de 1,4% par rapport à la même période de l'année 2009, recouvrant une hausse aussi bien dans le

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



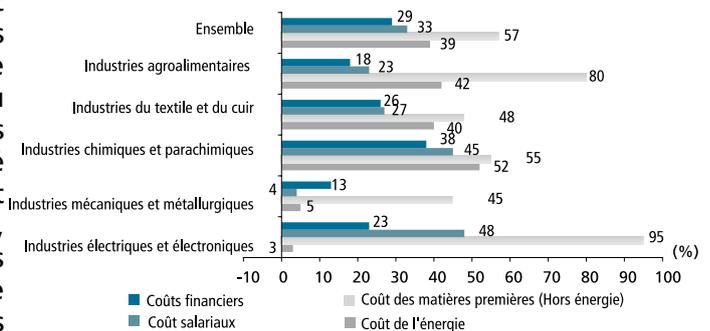
Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

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



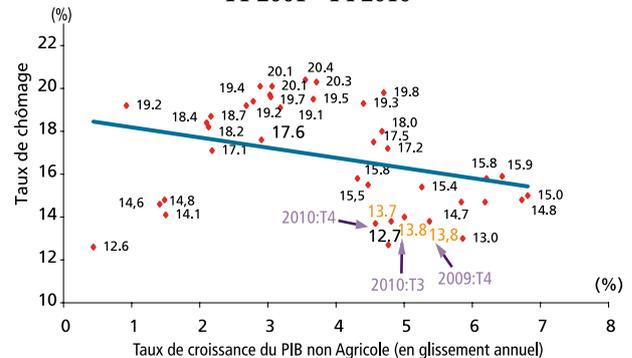
Source : HCP et estimations BAM

**Graphique 2.5 : Evolution des composantes du coût unitaire de production par secteur (soldes d'opinion en % au quatrième trimestre 2010)**



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

**Graphique 2.6 : Croissance non agricole et chômage urbain, T1 2001 - T4 2010**



milieu urbain que rural. En revanche, le taux d'activité a baissé de 0,2 point de pourcentage, s'établissant à 49,1%, suite à la progression de la population active âgée de 15 ans et plus à un rythme moins rapide que celui de la population totale.

La population active occupée a progressé de 1,3% pour se situer à environ 10,35 millions d'individus au quatrième trimestre 2010. Le taux d'emploi a, quant à lui, reculé de 0,2 point de pourcentage pour s'établir à 44,6%, en raison de la progression moins importante du nombre d'emplois par rapport à celle de la population âgée de plus de quinze ans. Par milieu de résidence, le taux d'emploi s'est infléchi aussi bien en milieu urbain qu'en milieu rural, s'établissant respectivement à 37,4% et 55,2%.

Les postes d'emplois rémunérés créés ont atteint 111.000 postes au quatrième trimestre 2010 dont près de 60% dans les villes. L'emploi non rémunéré s'est accru de son côté de 10.000 postes, malgré la perte de 5.000 postes dans les campagnes, ce qui s'est traduit par une création nette totale de 121.000 postes d'emploi, dont 81.000 en milieu urbain et 40.000 en milieu rural.

Au niveau sectoriel, les créations d'emplois ont concerné essentiellement le secteur du bâtiment et travaux publics avec 35.000 nouveaux postes d'emploi, en hausse de 3,4%, l'agriculture avec 29.000 postes (0,7%), l'industrie avec 28.000 postes (2,3%) et les services avec 28.000 postes (0,7%). Il est à noter la nette décélération de la création d'emplois des secteurs du BTP et des services comparativement à ce qui a été observé durant les trimestres précédents. Pour le premier trimestre 2011, les chefs d'entreprises concernés par l'enquête de conjoncture de BAM estiment que l'effectif global employé dans le secteur industriel devrait stagner dans l'ensemble des branches, à l'exception des industries électriques et électroniques, où il devrait augmenter.

Dans ces conditions, le quatrième trimestre 2010 a été caractérisé par un accroissement du taux de chômage global de 0,2 point de pourcentage pour atteindre 9,2%. Cette évolution résulte

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

En millions/en %	T4 - 2009			T4 - 2010		
	Urbain	Rural	Ens.	Urbain	Rural	Ens.
<b>Population active et emploi</b>						
Population active <sup>(2)</sup>	5,92	5,31	11,24	6,01	5,38	11,4
Taux d'activité (en%) <sup>(3)</sup>	43,7	57,4	49,3	43,4	57,6	49,1
Population active occupée	5,1	5,12	10,22	5,18	5,16	10,35
Taux d'emploi (en%) <sup>(4)</sup>	37,7	55,3	44,8	37,4	55,2	44,6
<b>Chômage</b>						
Population active en chômage	818	198	1016	827	225	1052
Taux de chômage (en%) <sup>(5)</sup>	13,8	3,7	9	13,7	4,2	9,2
Selon le diplôme						
. Sans diplôme	7,6	2,2	4,2	7,9	2,6	4,6
. Ayant un diplôme	18,6	11,7	17,2	18,2	11,2	16,7

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

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

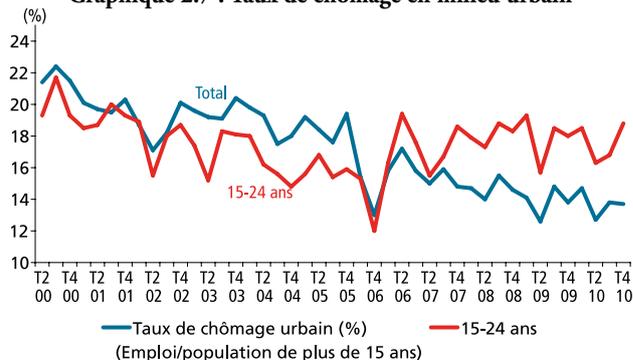
(3) Population active / Population totale

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

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

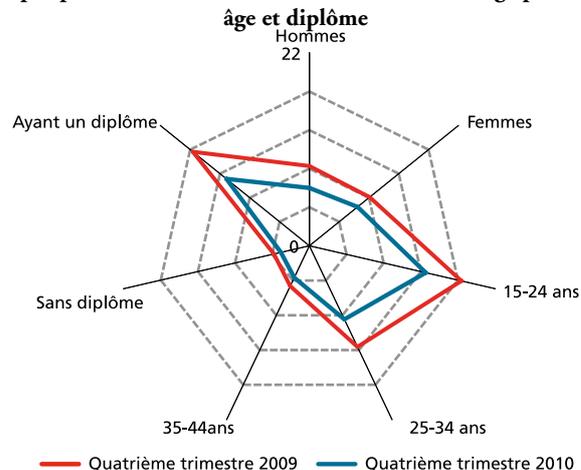
Source : HCP

**Graphique 2.7 : Taux de chômage en milieu urbain**



Source : HCP

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



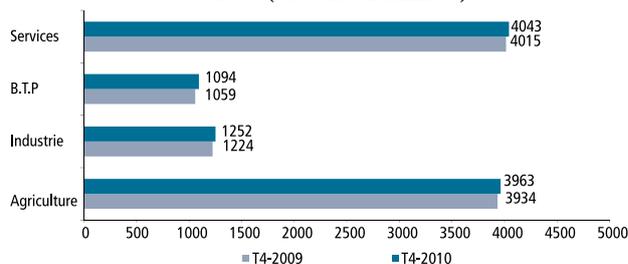
Source : HCP

d'une quasi-stagnation du taux de chômage urbain à 13,7% et une nette progression de 3,7% à 4,2% en milieu rural. Par tranche d'âge, à l'exception de la tranche d'âge de 25 à 34 ans dont le taux de chômage a enregistré une légère baisse de 0,1 point de pourcentage, le taux de chômage a accusé une hausse pour les tranches d'âge 15-24 ans (0,8 point), 35-44 ans (0,4 point) et plus de 45 ans (0,2 point).

S'agissant du coût salarial, les dernières estimations montrent que le coût unitaire du travail (CUT) du secteur manufacturier a enregistré au quatrième trimestre 2010 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%. 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.

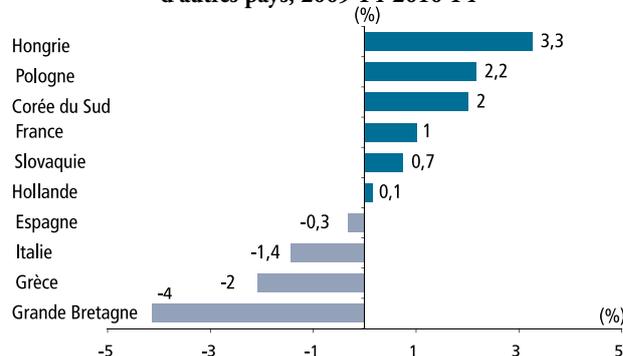
Concernant l'indice des salaires moyens trimestriels dans le secteur privé, calculé sur la base des données de la CNSS, il montre une baisse en glissement annuel de 4,4% et de 6,7% respectivement en termes nominaux et réels, et ce en raison d'un effet de base lié à la hausse des salaires suite à la deuxième revalorisation du SMIG opérée en 2009. Quant aux résultats de l'enquête de conjoncture de BAM dans l'industrie, ils indiquent une hausse des coûts salariaux au quatrième trimestre 2010 avec un solde d'opinion positif de 33%. Cette progression a concerné principalement les industries électriques et électroniques et les industries chimiques et parachimiques, soit respectivement des soldes d'opinion de 48% et 45%.

**Graphique 2.9 : Effectif employé selon les secteurs d'activité (effectifs en milliers)**



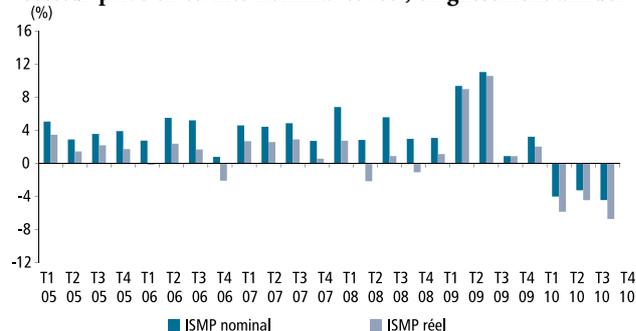
Source : HCP

**Graphique 2.10: 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

**Graphique 2.11: 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 2.12 : SMIG en termes nominal et réel, en glissement trimestriel**



Sources : Ministère de l'emploi et calculs BAM

### 3. ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL ET PRIX À L'IMPORTATION

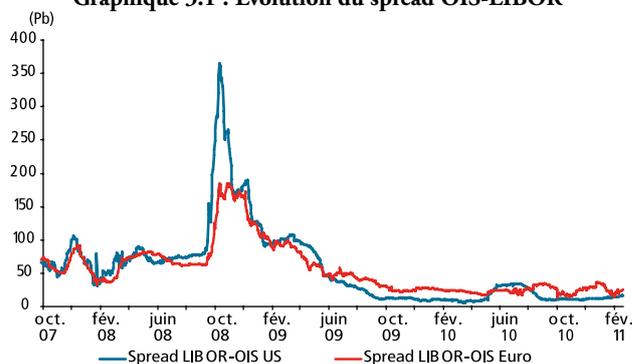
La conjoncture financière internationale au cours des deux premiers mois de 2011 a été marquée par la persistance, voire l'accentuation sur certains marchés, des craintes quant à la viabilité de la dette souveraine des pays périphériques de la zone euro et des perturbations géopolitiques au niveau de certains pays du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord. Les marchés obligataires sont restés sous tension, les rendements des obligations souveraines des pays européens ayant connu de nouvelles hausses, au même titre que ceux des bons du Trésor américains. En outre, les indices boursiers des pays émergents et, dans une moindre mesure, ceux des pays avancés ont accusé des baisses, particulièrement marquées à la fin du mois de février 2011. Les taux interbancaires dans les économies avancées sont, quant à eux, restés stables, tandis que la progression du crédit s'est poursuivie à un rythme très modéré aussi bien aux Etats-Unis que dans la zone euro.

S'agissant de l'activité économique, l'environnement international demeure caractérisé par des rythmes différenciés de redressement, telle que cela ressort des résultats des comptes nationaux au dernier trimestre de 2010, ainsi qu'à travers les derniers indicateurs de haute fréquence dans les pays avancés. La dynamique soutenue des économies émergentes d'Asie et d'Amérique Latine a continué de conforter la reprise mondiale au quatrième trimestre, restant ainsi le principal moteur de l'économie internationale. En revanche, plusieurs pays avancés continuent d'afficher des taux de croissance insuffisants pour améliorer les revenus et absorber le chômage, tandis que d'autres sont restés en récession sur l'ensemble de l'année 2010. Aux Etats-Unis, les données indiquent une hausse du PIB de 2,8% en glissement annuel après 2,6% au trimestre précédent, tandis que dans la zone euro, le PIB a augmenté de 2% après 1,9%, porté essentiellement par les performances de l'économie allemande pour le troisième trimestre consécutif. Dans les pays émergents, notamment en Chine, la croissance a connu une accélération au quatrième trimestre 2010 à 9,8% au lieu de 9,6% le trimestre précédent. S'agissant des perspectives à court terme, les projections des différents organismes internationaux font ressortir une poursuite de la croissance mondiale en 2011, avec toutefois une persistance des écarts entre économies avancées et celles émergentes. La consolidation de la reprise, notamment dans les pays industrialisés, demeure entourée de risques liés au renchérissement des matières premières, à l'accentuation des déséquilibres budgétaires et des turbulences financières qui peuvent en résulter, ainsi qu'au niveau encore très élevé du chômage dans ces pays. Concernant les prix des matières premières, ils ont connu de fortes hausses au cours du mois de février en liaison avec l'intensification des mouvements spéculatifs, alimentés par les problèmes géopolitiques dans la région de l'Afrique du Nord et du Proche-Orient, ainsi que par les pénuries d'offre de certains produits alimentaires. Suite à ces développements, ainsi qu'à l'apparition des effets, dans certains cas, de second tour dans quelques économies émergentes et avancées, l'inflation a généralement progressé pour atteindre des niveaux supérieurs aux cibles des banques centrales.

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

Au cours des deux premiers mois de 2011, les conditions financières internationales ont connu des tensions en liaison avec la persistance des difficultés des finances publiques dans les pays périphériques de la zone euro, mais aussi avec les turbulences géopolitiques dans certains pays d'Afrique du Nord et du Moyen-Orient. Sur le plan économique, les données les plus récentes indiquent une poursuite de la reprise au quatrième trimestre 2010 dans la plupart des économies avancées et émergentes, mais avec des rythmes différenciés selon les régions.

Graphique 3.1 : Evolution du spread OIS-LIBOR<sup>1</sup>



Source : Datastream

<sup>1</sup> 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.

### 3.1.1 Conditions financières

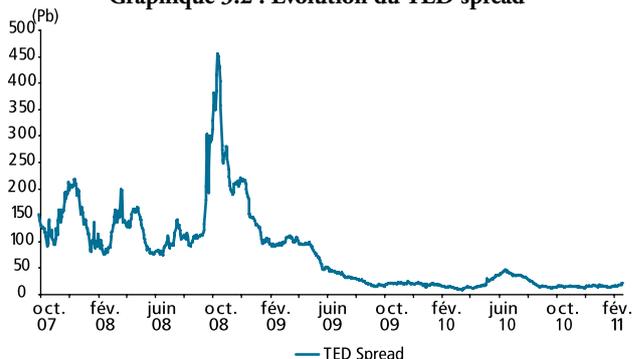
En février 2010, les principaux taux interbancaires aux Etats-Unis et en Europe sont restés inchangés, par rapport au mois précédent. Ainsi, le Libor dollar à 3 mois s'est stabilisé à 0,3% et l'Euribor à 3 mois à 1,1%, de janvier à février 2011. Concernant les spreads de taux, le Libor-OIS 1 dollar à 3 mois s'est apprécié passant de 13,5 points de base à 15,6 points, alors que le Libor-OIS euro à 3 mois a baissé de 25,6 points de base à 22,1 points.

Pour leur part, les marchés obligataires ont été marqués par une hausse sensible des taux longs américains et par la poursuite de l'augmentation de ceux des pays de la zone euro. En effet, le taux de rendement des bons du Trésor américain à 10 ans s'est élevé à 3,60% en février 2011 alors qu'il était de 3,36% le mois précédent. Les taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans des pays périphériques sont passés, en moyenne, entre janvier et février 2011, de 6,82% à 7,12% pour l'Espagne et de 8,57% à 8,68% pour l'Irlande. Les taux souverains à 10 ans des obligations françaises et du Bund Allemand se sont également accrus pour s'établir respectivement à 3,62% et 3,25% en février 2011 contre 3,43% et 3,04% le mois précédent. Au niveau des marchés de dérivés, les CDS des pays périphériques ont accusé des baisses en février, alors que ceux des économies émergentes ont enregistré des hausses sensibles allant de 1,5% pour la Chine à 7% pour le Brésil, de janvier à février 2011.

Concernant, les marchés boursiers des pays avancés, les principaux indices ont continué leur progression en février 2011, enregistrant des hausses moyennes allant d'un minimum de 1,2% pour le FTSE100 à un maximum de 4% pour le DAX30, en glissement mensuel. Cependant, durant la dernière semaine de février, ces indices ont tous enregistré des baisses notables variant de 2,6% pour le Dow Jones à 4% pour le DAX30, en liaison notamment avec la flambée des prix du pétrole. De même, les marchés d'actions des

*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*

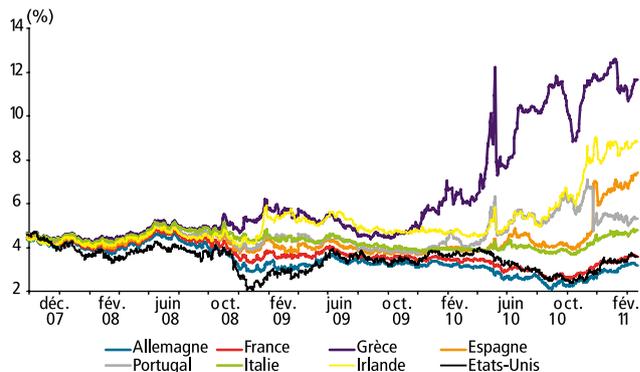
Graphique 3.2 : Evolution du TED spread<sup>1</sup>



Source : Datastream

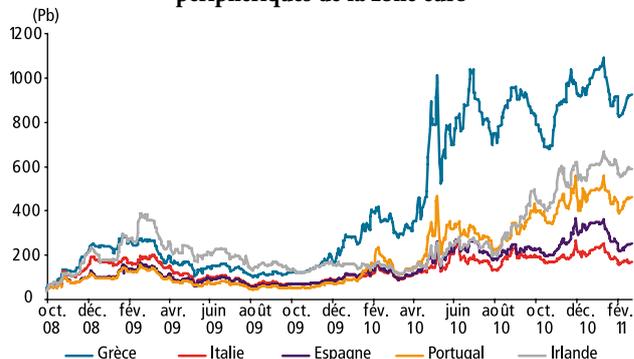
\* Le TED spread représente un risque de crédit et correspond à l'écart de taux d'intérêt entre les titres courts émis par le Trésor américain (trois mois) et les prêts interbancaires à 90 jours en dollars américains.

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.

pays émergents, influencés par les turbulences qui touchent quelques pays du Moyen-Orient, ont rompu avec le mouvement haussier entamé en juin 2010, le MSCI EM1 ayant affiché une baisse de 3% en février 2011 par rapport au mois précédent.

Par ailleurs, l'indice VIX2, qui renseigne sur le degré de volatilité des cours sur les marchés boursiers, s'est stabilisé en moyenne à 17,2 points de base, de janvier à février 2011, avec toutefois une forte hausse de 16 à 22 points au terme de la dernière semaine de février.

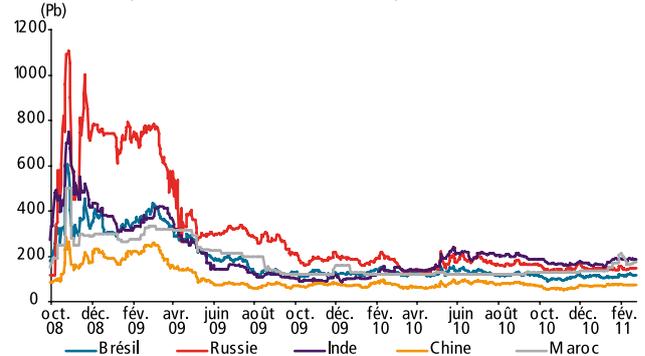
De son côté, le crédit a accusé une hausse mensuelle de 0,3% en janvier 2011 dans la zone euro et une baisse de 0,5% en février 2011 aux Etats-Unis. En revanche, il a poursuivi sa progression en glissement annuel à un rythme de 2,4% dans la zone euro, à la faveur de la dynamique des crédits aux ménages, et de 2,9% aux Etats-Unis, tiré par la forte demande des crédits commerciaux et industriels.

Sur les marchés de change internationaux, l'euro a poursuivi son appréciation vis-à-vis du dollar, dans un contexte d'anticipations d'un relèvement du taux directeur de la BCE avant la FED. Ainsi, l'euro s'est apprécié en moyenne de 2% en février 2011, pour s'établir à 1,36 dollar, avec un plus haut niveau de 1,38 dollar pour un euro atteint le 24 février 2011. Il s'est également apprécié de 2% par rapport au yen japonais, mais s'est légèrement déprécié de 0,3% vis-à-vis de la livre sterling. Pour sa part, le yuan s'est apprécié de 1,8% par rapport au dollar américain, d'une fin de mois à l'autre, laissant ainsi indiquer un nouveau relâchement de son ancrage vis-à-vis du billet vert, dans un contexte d'intensification des tensions inflationnistes en Chine.

1 L'indice boursier MSCI EM est un indice 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).

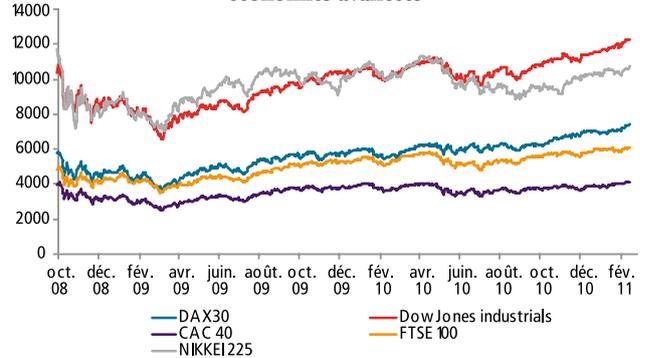
2 Le VIX ou le « Chicago Board Options Exchange Volatility Index » est un indicateur de volatilité du marché financier américain. Il est établi quotidiennement par le Chicago Board Options Exchange (CBOE). Cet indice est calculé en faisant la moyenne des volatilités sur les options d'achat (call) et 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



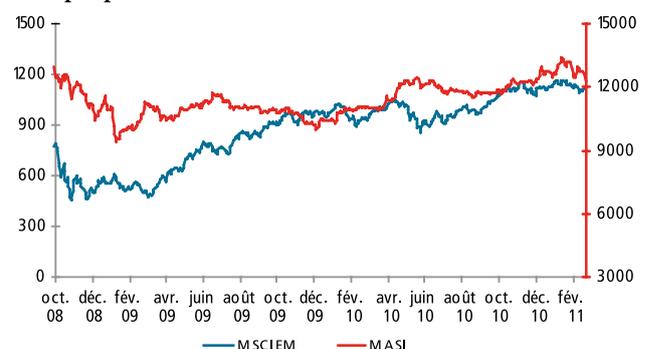
Source : Datastream

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

S'agissant des politiques monétaires, les principales banques centrales des économies 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 1% et la FED a maintenu son taux directeur dans une fourchette de 0% à 0,25%. En revanche, la BCE a exprimé, pour le deuxième mois consécutif, son inquiétude quant à la montée des pressions sur l'inflation, laissant ainsi présager une probable révision à la hausse de ses taux directeurs au cours des prochains mois.

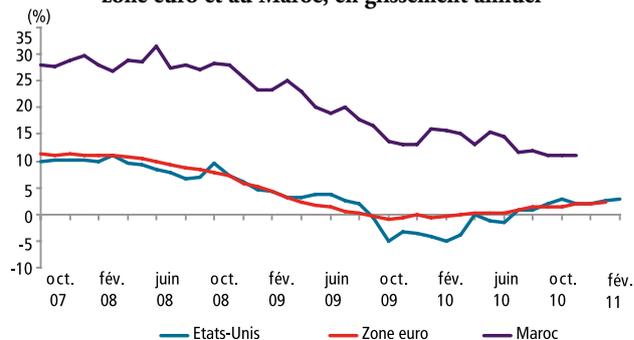
### 3.1.2 Activité économique dans le monde

Les données les plus récentes de la conjoncture internationale indiquent une poursuite de la reprise au dernier trimestre 2010 dans la plupart des pays avancés et émergents. Au niveau des perspectives mondiales, elles demeurent globalement favorables selon la plupart des organismes internationaux, avec toutefois une persistance de facteurs de risque liés notamment au renchérissement des prix des matières premières, aux turbulences financières, alimentées par les craintes quant à l'accentuation des déséquilibres budgétaires, ainsi qu'au niveau encore très élevé du chômage dans la majorité des pays avancés.

Selon les dernières données publiées par le Département américain du commerce, la croissance aux Etats-Unis, s'est renforcée au quatrième trimestre 2010 pour atteindre 2,8% en rythme trimestriel annualisé en deuxième estimation (au lieu de 3,2% en première estimation) après 2,6% au trimestre précédent, en liaison avec l'amélioration de la consommation des ménages et le dynamisme des exportations. En glissement annuel, le PIB américain a marqué une hausse de 2,7% contre 3,2% le trimestre précédent, terminant ainsi l'année sur une croissance moyenne de 2,8% après une contraction de 2,6% un an auparavant.

Dans la zone euro, la croissance est restée inchangée à 0,3% en variation trimestrielle, soit une hausse de 2% en glissement annuel après 1,9% au trimestre précédent, recouvrant une accélération de la croissance allemande à 4%,

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



Source : Datastream

Tableau 3.1 : Perspectives de la croissance dans le monde

	Projections					
	Banque mondiale*		OCDE*		FMI*	
	2010	2011	2010	2012	2011	2012
PIB mondial	-	-	-	-	4,4	4,5
Etats-Unis	2,1	2,5	2,2	3,1	3,0	2,7
Zone euro	1,5	1,8	1,7	2,0	1,5	1,7
Allemagne	2,2	1,9	2,5	2,2	2,2	2,0
France	1,6	1,9	1,6	2	1,6	1,8
Italie	0,8	1,4	1,3	1,6	1,0	1,3
Espagne	-0,6	1,0	0,9	1,8	0,6	1,5
Royaume Uni	1,0	1,8	1,7	2,0	2,0	2,3
Chine	-	-	9,7	9,7	9,6	9,5
Inde	-	-	8,2	8,5	8,4	8,0
Brésil	-	-	4,3	5,0	4,5	4,1
Russie	-	-	4,2	4,5	4,5	4,4

\*Banque mondiale : prévisions février 2011 et novembre 2010, FMI: janvier 2011, OCDE novembre 2010

Sources : Banque mondiale, Fonds monétaire international et OCDE.

Tableau 3.2 : Evolution de la croissance trimestrielle, en glissement annuel

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

Sources : Eurostat, Datastream et Département Américain du commerce

une amélioration de celle de l'Espagne de 0,2% à 0,6% et de l'Italie de 1,2% à 1,3%, ainsi que la décélération de la croissance en France de 1,7% à 1,5%. En moyenne annuelle, le PIB de la zone euro a connu une hausse de 1,7% en 2010 après avoir accusé un repli de 4% l'année précédente. Au Japon, le PIB a enregistré une baisse de 0,3% en variation trimestrielle au quatrième trimestre 2010, après une hausse de 0,8% le trimestre précédent sous l'effet principalement du ralentissement de la consommation des ménages. En glissement annuel, la croissance japonaise est restée positive, portant ainsi le PIB japonais à un niveau supérieur de 4% au niveau observé en 2009.

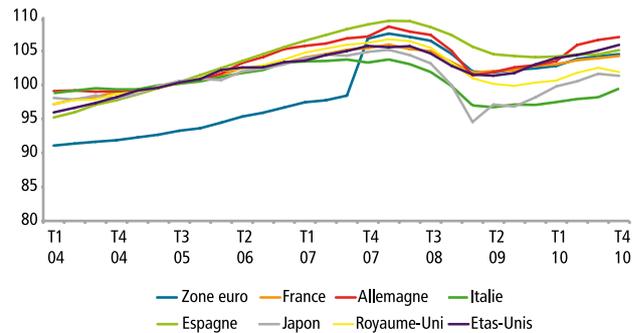
S'agissant des pays émergents d'Asie, notamment la Chine, la croissance s'est améliorée au quatrième trimestre 2010 à 9,8% en glissement annuel, après 9,6% le trimestre précédent, en liaison principalement avec le dynamisme des investissements et des exportations.

Globalement, les performances réalisées par certains pays avancés n'ont pas encore permis d'atteindre les niveaux du PIB d'avant crise, notamment au Japon et dans la zone euro. Le PIB de cette zone demeure en effet tiré vers le bas par les contre performances de pays tels que l'Italie et l'Espagne, en dépit de la dynamique de l'économie allemande et, dans une moindre mesure, celle de la France. Aux Etats-Unis, le PIB au quatrième trimestre 2010 est revenu à son niveau d'avant crise (référence au premier trimestre de 2008), en liaison principalement avec l'amélioration de la demande intérieure (voir Graphique 3.9).

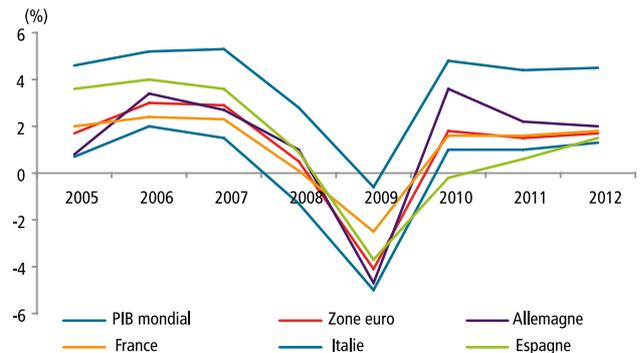
Les indicateurs à haute fréquence les plus récents laissent présager un renforcement de l'activité économique au premier trimestre de 2011 dans les pays avancés.

Ainsi, aux Etats-Unis, l'ISM manufacturier, qui a connu une tendance haussière en 2010, a atteint 61,4 points en février 2011, en progression de 1% d'un mois à l'autre et de 8,7% en glissement annuel. De même, l'indice de confiance du consommateur du Conference Board, en hausse depuis octobre dernier, a atteint 70,4 points en février, en accroissement mensuel de 8,4% et de plus de 50% en glissement annuel. Dans la zone euro, l'indice PMI manufacturier s'est établi à 59

**Graphique 3.9 : Evolution de l'indice du PIB réel (base 2005) aux Etats-Unis, dans la zone euro, au Japon et dans les pays partenaires**

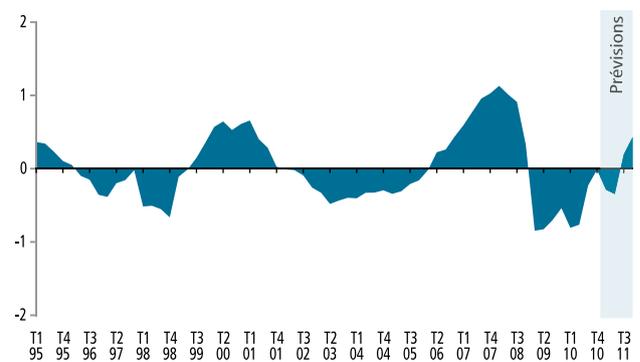


**Graphique 3.10 : Evolution du PIB dans le monde, dans la zone euro et les pays partenaires, en glissement annuel**



Source : FMI

**Graphique 3.11 : Output-gap des principaux pays partenaires**



Sources : Commission européenne et calculs BAM

points en février 2011 au lieu de 57,3 le mois précédent, tandis que l'indice PMI composite a augmenté de 2,5% d'un mois à l'autre et de 8,8% en glissement annuel.

Sur le marché de l'emploi, le taux de chômage a atteint des niveaux élevés en 2010 dans la plupart des pays avancés par rapport aux niveaux atteints en 2009. Aux Etats-Unis, il s'est établi à 9,6% après 9,3% en 2009, tandis que dans la zone euro, il est passé à 10% après 9,4% un an auparavant. Dans tous les pays partenaires du Maroc, le taux de chômage en 2010 a enregistré une hausse par rapport à 2009, atteignant son plus haut niveau en Espagne à 20,1% après 18% en 2009.

Plus récemment, le taux de chômage a atteint 9% aux Etats-Unis en janvier 2011 après 9,4% le mois précédent et est resté stable à 10% en décembre 2010 dans la zone euro, avec notamment un taux de 9,7% en France, de 6,6% en Allemagne, de 8,6% en Italie et de 20,2% en Espagne.

En ce qui concerne les perspectives à court terme, le PIB mondial croîtrait de 4,4% et de 4,5% respectivement en 2011 et 2012 selon les dernières projections du FMI (janvier 2011). Dans les pays avancés et émergents et en développement, la croissance resterait stable entre 2011 et 2012 à 2,5% et 6,5% respectivement. Par pays, le FMI table sur une augmentation du PIB de 3% et 2,7% en 2011 et 2012 aux Etats-Unis et de 1,5% et 1,7% dans la zone euro. Pour les principaux pays partenaires, il prévoit 1,6% et 1,8% pour la France, 2,2% et 2% en Allemagne, 1% et 1,3% en Italie et 0,6% et 1,5% pour l'Espagne.

En Chine, le PIB augmenterait de 9,6% et 9,5% en 2011 et 2012, tandis qu'en Inde, la croissance s'établirait à 8,4% et 8%.

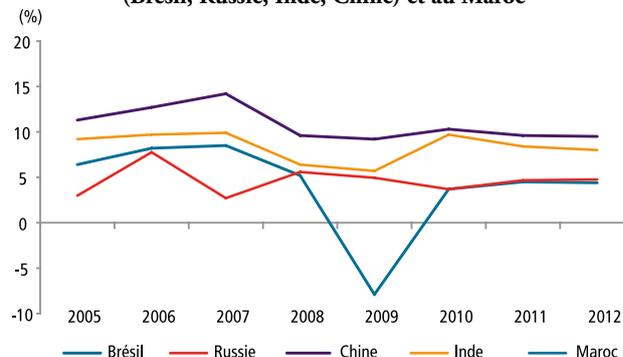
Les dernières perspectives de l'OCDE et de la Commission européenne sont proches de celles du FMI pour l'année 2011, faisant ressortir une poursuite de l'amélioration du PIB dans la plupart des pays avancés, mais à des rythmes plus

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

	2008	2009	M10 2010	M11 2010	M12 2010
Etats-Unis	5,8	9,3	9,6	9,8	9,4
Zone euro	7,6	9,4	10,0	10,0	10,0
France	7,8	9,5	9,7	9,7	9,7
Italie	6,8	7,8	8,4	8,6	8,6
Allemagne	7,3	7,5	6,7	6,6	6,6
Espagne	11,4	18	20,6	20,4	20,2
Royaume-Uni	5,7	7,6	7,8	7,8	7,8

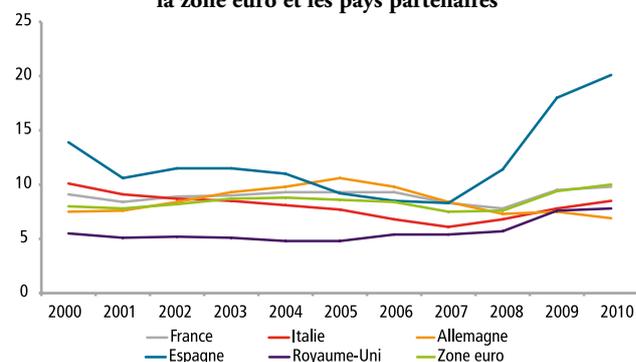
(\*) Indices harmonisés  
Sources : FMI, Eurostat, prévisions BAM pour le Maroc et FMI pour les autres pays

**Graphique 3.12 : Evolution du PIB dans les pays émergents (Brésil, Russie, Inde, Chine) et au Maroc**



Source : FMI

**Graphique 3.13 : Evolution du taux de chômage annuel dans la zone euro et les pays partenaires**



ou moins rapides, selon l'ampleur de l'impact prévisible des déséquilibres budgétaires, des fluctuations des prix des matières premières et de l'arbitrage du secteur privé entre dépense et épargne.

## 3.2 Prix des matières premières et de l'inflation

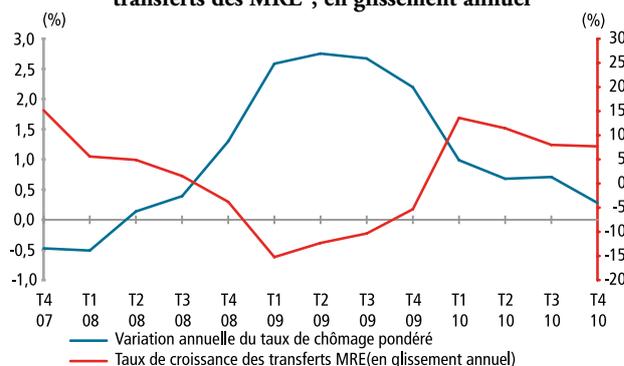
Les prix des matières premières ont connu une envolée au cours du mois de février, tirés aussi bien par les incertitudes entourant l'offre que par l'accentuation des mouvements spéculatifs qui en résulte. Quant à l'inflation, elle a connu une hausse quasi généralisée, reflétant les accroissements antérieurs des prix des matières premières et l'apparition des effets de second tour, particulièrement dans les pays émergents.

### 3.2.1 Prix des matières premières énergétiques

Les troubles géopolitiques au Proche-Orient et en Afrique du Nord, conjugués à la vigueur de la demande et à l'effet des mouvements spéculatifs, ont induit en février 2011, une hausse du prix du pétrole de 5,2% d'un mois à l'autre et de 37% en glissement annuel, portant ainsi les cours à leur niveau le plus élevé depuis août 2008. L'évolution actuelle du prix du baril semble également intégrer les craintes relatives à l'évolution future de l'offre au regard de celle de la demande qui, selon l'OPEP et l'AIE, devrait rester vigoureuse. En effet, l'OPEP estime que la demande mondiale en 2010 aurait atteint 86,34 mb/j et devrait augmenter en 2011 pour s'établir à 87,74 mb/j. Quant à l'AIE, elle estime, qu'après une hausse d'environ 2,8 mb/j en 2010, la demande enregistrerait une nouvelle hausse de 1,5% en 2011 à 89,3mb/j.

Dans ces conditions, le prix du pétrole devrait atteindre 89,5 dollars le baril, sur l'ensemble de l'année 2011 selon le FMI, avant d'augmenter à 89,7 dollars en 2012, des niveaux qui devraient vraisemblablement subir une révision à la hausse dans le cadre de la prochaine mise à jour, en cas de persistance des tensions observées en février. Sur le marché des futures, le prix s'établit en moyenne à 108,6 dollars le baril pour 2011, à 107,9 dollars en 2012.

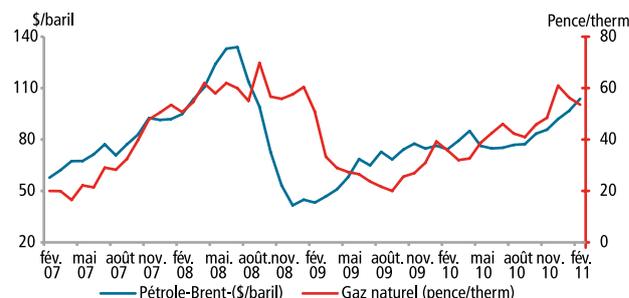
Graphique 3.14 : Evolution du taux de variation du chômage pondéré des pays partenaires et du taux de croissance des transferts des MRE\*, en glissement annuel



\* 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, États-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 et calculs BAM

Graphique 3.15 : Cours mondial du pétrole (Brent) en dollar et du gaz naturel en Pence



Source : Datastream

Tableau 3.4 : Futures du prix du pétrole (Brent en dollars US) et du gaz naturel (Pence)

	T1:11	T2:11	T3:11	T4:11	2011	2012	2013
Pétrole	100,54	110,64	110,23	109,73	108,6	107,99	105,7
Gaz naturel	54,59	54,27	56,16	64,32	57,33	61,88	63,84

Source : Bloomberg

S'agissant du gaz naturel, bien que son prix ait enregistré une baisse de 4% d'un mois à l'autre, il demeure en hausse de 49,5% en glissement annuel, soutenu à la fois par les conditions de la saison hivernale et la progression de la demande industrielle. Sur le marché des futures, le prix du gaz s'établit à 57,3 pence<sup>1</sup> la thermie pour 2011 et 61,8 pence pour 2012. Pour sa part, le prix du charbon a été impacté par les inondations en Australie, troisième producteur mondial, augmentant ainsi en janvier de 19,1% en glissement mensuel et de 40,2% par rapport à l'année précédente.

### 3.2.2 Prix des matières premières hors énergie

Le renchérissement des matières premières hors énergie s'est poursuivi au mois de février 2011, l'indice de Dow Jones UBS (DJ-UBS) s'étant accru de 4,7% d'un mois à l'autre et de 55,2% en glissement annuel, se rapprochant ainsi des pics enregistrés en 2008

Par catégorie de produits, l'indice DJ-UBS des produits agricoles<sup>2</sup> a augmenté de 6,1% d'un mois à l'autre et de 73,4% par rapport à l'année précédente. Cette envolée des prix est liée aux pénuries d'offre, qui ont induit un accroissement des prix du coton et du blé de 154,7% et 95,8% en glissement annuel, respectivement.

De même, l'indice DJ-UBS des prix des métaux de base<sup>3</sup> a enregistré une augmentation de 4,8% d'un mois à l'autre et de 55,2% par rapport à février 2010, en liaison notamment avec la vigueur de la demande chinoise. Les prix du nickel, du cuivre et du zinc se sont accrus de 11,1%, 4,2% et 4% en glissement mensuel, soit des hausses respectives de 49,1%, 44,7% et 14,6% en glissement annuel.

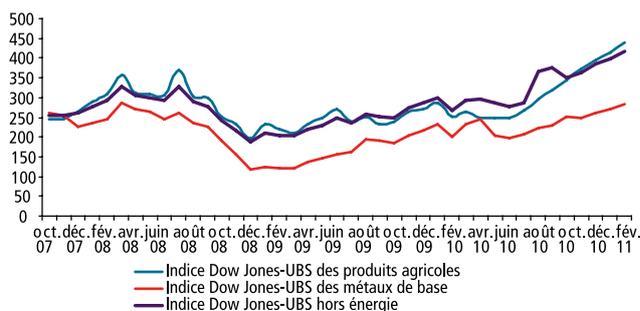
S'agissant du phosphate et dérivés, les données du mois de janvier indiquent la poursuite de la hausse des prix. Le cours du phosphate brut s'est en effet apprécié de 10,7% d'un mois à l'autre et de 58,7% en glissement annuel, passant à 155 dollars la tonne. Quant aux fertilisants, bien que les prix du TSP et du DAP n'aient augmenté d'un

<sup>1</sup> Pence : une livre est égale à 100 pence

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

<sup>3</sup> Le DJ-UBS des métaux de base se compose de : l'aluminium, cuivre, zinc et du nickel

Graphique 3.16 : Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie (Base 2006)



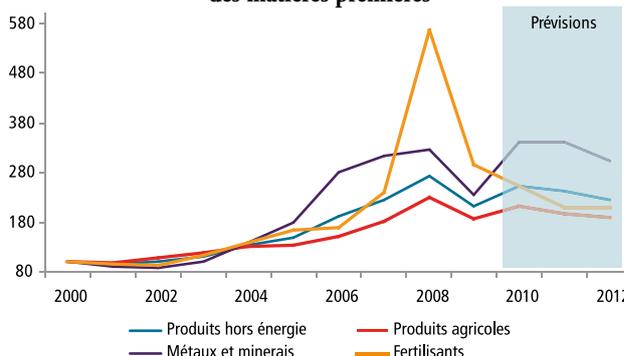
Source : Datastream

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

	T1:11	T2:11	T3:11	T4:11	2011	2012	2013
Blé(cents/bu)	831,00	871,60	912,06	930,26	886,55	883,00	837,43
Maïs (cents/bu)	682,92	722,48	659,66	613,90	669,15	565,21	516,98
Sucre(11cents/bl)	30,32	26,39	24,30	23,59	26,11	51,65	20,06

Source : Bloomberg

Graphique 3.17 : Perspectives d'évolution des indices des prix des matières premières\*



(\*Actualisées le 11 juillet 2010

Source : Banque mondiale

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

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

(\* Indices harmonisés

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

mois à l'autre qu'à des rythmes inférieurs à 1% et que celui de l'UREA ait accusé une baisse de 2,3%, ces cours demeurent en forte hausse en glissement annuel, soit respectivement 60,3%, 39,3% et 32,8%.

### 3.2.3 Inflation dans le monde

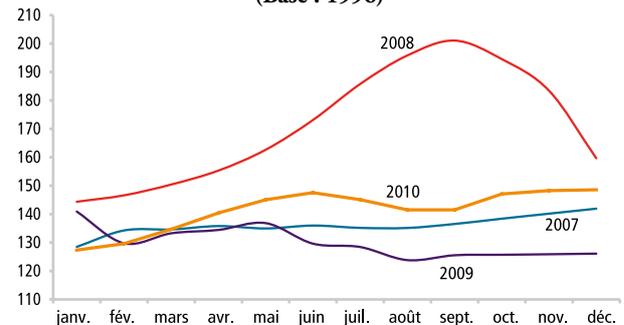
Les tensions sur les prix des matières premières se sont traduites par une hausse des prix à la consommation en janvier 2011. Dans la zone euro, l'inflation s'est établie à 2,3% contre 2,2% un mois auparavant, tirée par les produits énergétiques dont les prix ont progressé de 12% en glissement annuel. Concernant les principaux pays partenaires, l'inflation est ressortie en hausse en Allemagne, s'établissant à 2% contre 1,9% en décembre. En Espagne, outre l'effet de la hausse des prix des matières premières, l'inflation a été portée à 3% suite à l'accroissement des prix de certains produits réglementés.

En revanche, le taux d'inflation a connu une légère baisse en France et en Italie en janvier 2011, revenant à 1,9% au lieu de 2% et 2,1% respectivement. Par ailleurs, le taux d'inflation annuel de la zone euro aurait connu une nouvelle hausse à 2,4% en février 2011, selon l'estimation rapide d'Eurostat. Aux Etats-Unis, l'inflation s'est également accélérée en janvier atteignant 1,4%, une progression attribuable à hauteur de 75% à la hausse des prix alimentaires et énergétiques.

Au total, l'importance des facteurs d'offre dans l'explication de la hausse de l'inflation dans les pays avancés ressort de l'évolution de l'inflation sous jacente qui, à titre d'illustration, s'est limitée, en janvier 2011, à 1,1% dans la zone euro et à 1% aux Etats-Unis.

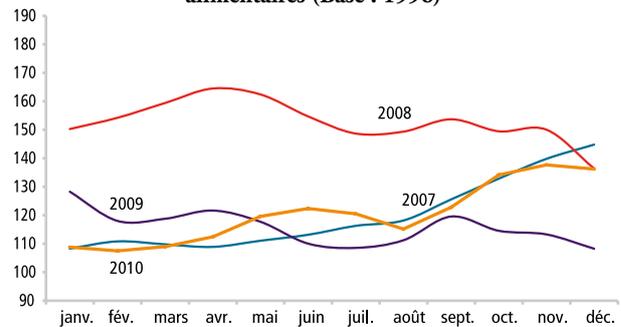
S'agissant des perspectives à court terme, le FMI prévoit une inflation de 1,6% en 2011 et en 2012 dans les pays avancés, alors que dans les pays émergents et en développement l'inflation s'élèverait à 6% en 2011 avant de reculer à 4,8% en 2012. Ces perspectives demeurent globalement en ligne avec les prévisions publiées par certaines banques centrales, dont celles de la France et de l'Allemagne qui tablent sur une hausse de leur indice des prix à la

**Graphique 3.18 : Indice des prix à l'import hors énergie (Base : 1996)**



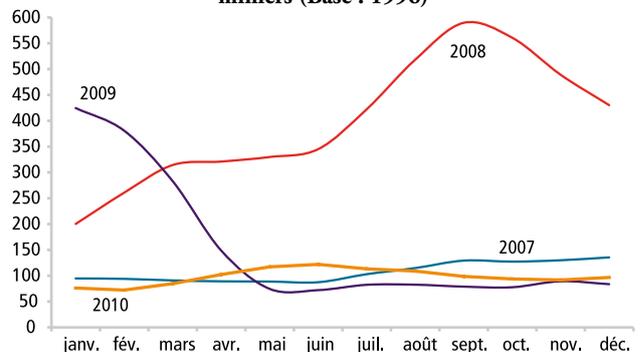
Sources : OC et calculs BAM

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



Sources : OC et calculs BAM

**Graphique 3.20: Indice des prix à l'import des produits miniers (Base : 1996)**



Sources : OC et calculs BAM

consommation à 1,5% et 1,7% respectivement en 2011.

### 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 décembre une hausse mensuelle de 0,2%, au lieu de 0,8% en novembre. Ainsi, l'IPM des produits miniers s'est accru de 5,3% d'un mois à l'autre, au lieu d'un repli de 2,1% un mois auparavant, sous l'effet notamment de la progression de 13% du prix unitaire moyen à l'importation du soufre brut.

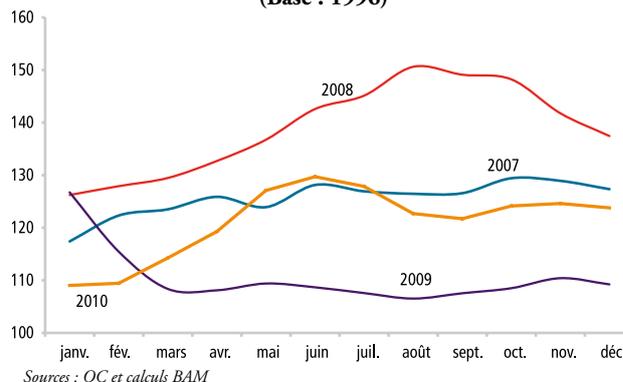
En revanche, l'IPM des produits alimentaires a accusé une baisse de 1,1%, au lieu d'une hausse de 2,6% en novembre. Cette évolution s'explique essentiellement par le recul de 3,1% du prix unitaire moyen à l'importation du blé.

Dans le même temps, l'IPM des demi-produits a accusé une baisse mensuelle de 0,7%, au lieu d'un accroissement de 0,4% un mois auparavant, en liaison pour l'essentiel avec la diminution de 0,6% du prix unitaire moyen à l'import des matières plastiques.

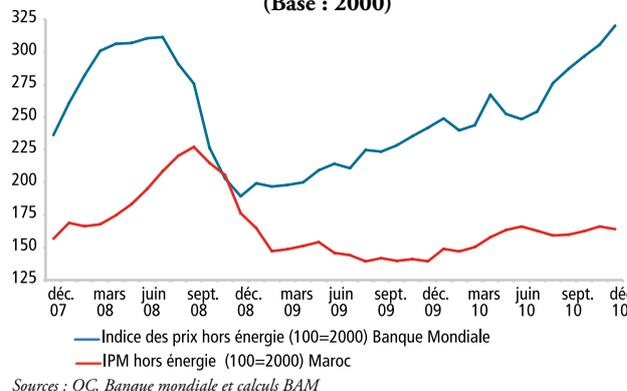
En glissement annuel, l'IPM hors énergie a enregistré une augmentation de 17,8%, soit le même niveau observé en novembre. L'IPM des produits miniers s'est accru de 15,5%, en relation principalement avec la hausse de 10,7% du prix unitaire à l'importation du soufre. Parallèlement, l'IPM des demi-produits a marqué un accroissement de 13,3%, consécutivement à la progression de 9,5% du prix unitaire à l'importation des matières plastiques. Pour sa part, l'IPM des produits alimentaires s'est inscrit en hausse de 25,8%, attribuable notamment à la croissance du prix unitaire à l'importation du blé ainsi que celui du maïs respectivement de 30% et de 20,2%.

Compte tenu des évolutions récentes marquées par la hausse continue des cours mondiaux des matières premières, les pressions inflationnistes émanant des prix à l'importation pourraient s'accroître au cours des prochains trimestres, en dépit du rythme de progression modéré des prix à l'import hors énergie.

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



Graphique 3.22 : Evolution de l'indice des prix des matières premières mondial et de l'IPM hors énergie national (Base : 2000)



## 4. CONDITIONS MONÉTAIRES ET PRIX DES ACTIFS

Les dernières données disponibles font apparaître la poursuite de la modération du rythme de progression de la masse monétaire et du crédit bancaire. Ainsi, la hausse annuelle de l'agrégat M3 s'est limitée à 3,6% en janvier 2011, après 5,3% au cours du quatrième trimestre 2010, traduisant essentiellement le ralentissement de la progression de la monnaie scripturale et la baisse des titres des OPCVM monétaires. Dans ces conditions, l'excédent monétaire s'est maintenu à des niveaux négatifs. Dans le même temps, le taux d'accroissement annuel du crédit est revenu à 5,5% en janvier, au lieu de 9,3% au cours du quatrième trimestre 2010 et 10,9% au titre de l'année écoulée. Concernant les taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le quatrième trimestre 2010 indiquent une baisse du taux moyen pondéré du crédit, en liaison principalement avec le repli des taux assortissant les crédits de trésorerie. S'agissant du taux de change effectif du dirham, il est resté quasiment inchangé en termes nominaux d'un trimestre à l'autre. En revanche, il s'est apprécié de 1,46% en termes réels et ce, en raison d'un taux d'inflation au Maroc légèrement supérieur à celui des principaux pays partenaires et concurrents. Quant à l'indice des prix des actifs immobiliers, il a accusé au quatrième trimestre, une baisse de 0,9% en glissement annuel. Ces évolutions indiquent, dans l'ensemble, l'absence de pressions inflationnistes à moyen terme, d'origine monétaire.

### 4.1 Conditions monétaires

#### 4.1.1 Taux d'intérêt

Dans un contexte caractérisé par une prévision centrale en ligne avec l'objectif de stabilité des prix et une balance des risques entourant cette prévision globalement neutre, le Conseil de Bank Al-Maghrib a décidé, lors de sa dernière réunion du 21 décembre 2010, de maintenir le taux directeur à 3,25%. Dans ces conditions, le taux au jour le jour sur le marché monétaire interbancaire s'est établi à 3,31% en moyenne entre janvier et février 2011, en hausse de 5 points de base par rapport au trimestre précédent.

Parallèlement, les taux des bons du Trésor à court, à moyen et à long termes, émis sur le marché primaire, sont restés quasiment stables en janvier et ce, après avoir accusé des baisses au terme du quatrième trimestre de l'année écoulée. 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.

Graphique 4.1 : Evolution du taux interbancaire (données quotidiennes)

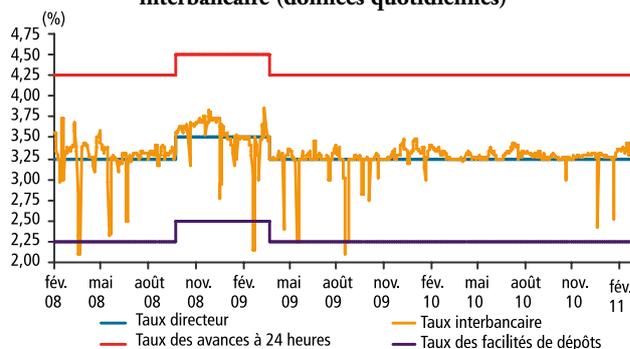


Tableau 4.1 : Evolution des taux de rendement des bons du Trésor sur le marché primaire

	2009		2010				
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	janvier 2011
13 semaines	3,25	3,25	3,44	3,39	-	3,29	3,30
26 semaines	3,27	3,28	3,56	3,45	3,41	3,33	-
52 semaines	3,33	3,37	3,62	3,55	3,49	3,48	3,47
2 ans	3,48	3,57	3,73	3,69	3,68	3,62	3,63
5 ans	3,68	3,74	3,95	3,90	3,90	3,85	3,86
10 ans	-	-	4,20	4,19	4,17	4,15	4,13
15 ans	-	-	4,32	4,35	-	4,34	4,33

Au niveau des taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois, dont l'évolution indique une certaine stabilité entre le troisième et le dernier trimestre 2010, a enregistré une hausse de 19 points de base en janvier 2011. Cette évolution reflète essentiellement l'augmentation du taux des dépôts à 12 mois.

S'agissant des conditions débitrices, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques, pour le quatrième trimestre 2010, indiquent une baisse de 8 points de base du taux moyen pondéré du crédit bancaire qui est revenu à 6,21%. Cette évolution traduit, principalement, le repli des taux assortissant les crédits de trésorerie. En revanche, les taux

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

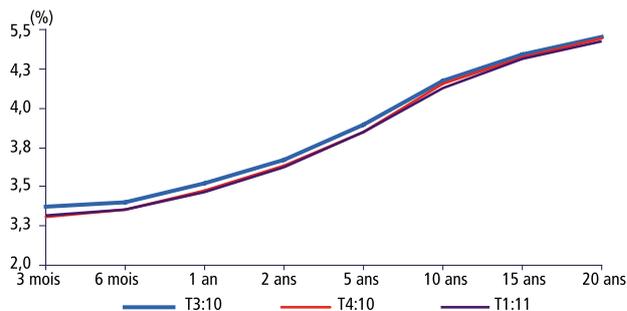


Tableau 4.2 : Taux créditeurs (placements à terme)

	2009				2010		
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	jan.2011
6 mois	3,31	3,24	3,28	3,32	3,32	3,33	3,32
12 mois	3,68	3,69	3,65	3,64	3,71	3,77	4,01
Moyenne pondérée	3,55	3,54	3,48	3,48	3,59	3,60	3,79

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

Au cours du quatrième trimestre de l'année 2010, l'insuffisance des trésoreries bancaires s'est résorbée, et cela suite à l'évolution expansive des facteurs autonomes de la liquidité bancaire. En conséquence, l'insuffisance moyenne des trésoreries bancaires est passée de 23,4 milliards de dirhams au troisième trimestre à 13,9 milliards au quatrième trimestre 2010.

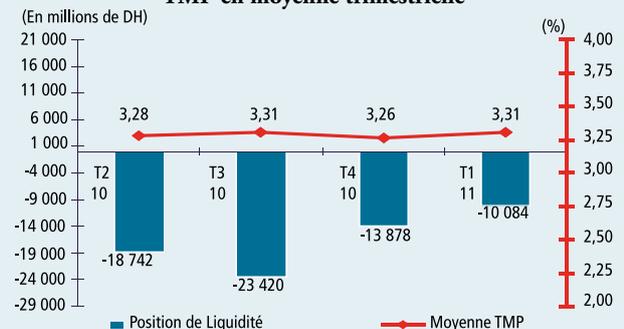
En effet, les opérations du Trésor ont été à l'origine d'une injection de liquidité de 12 milliards de dirhams en raison principalement des remboursements des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (20,9 milliards de dirhams), et de l'augmentation des placements du Trésor sur le marché monétaire d'un montant de 1,4 milliard de dirhams, partiellement compensés par les souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (18,2 milliards de dirhams).

De même, les opérations sur avoirs extérieurs ont induit une injection de liquidité de 2,4 milliards de dirhams résultant de la différence entre les cessions de billets de banque étrangers qui ont atteint 7,5 milliards de dirhams et les achats de devises par les banques commerciales qui ont totalisé 5,1 milliards de dirhams.

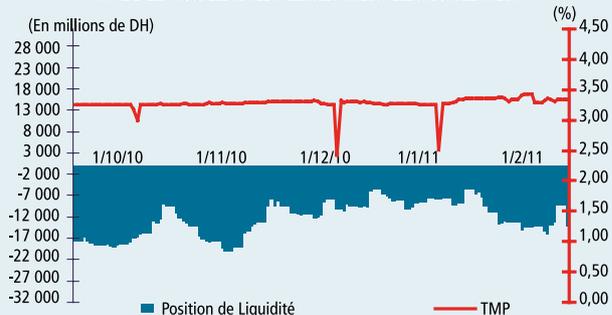
En revanche, l'augmentation de la circulation de la monnaie fiduciaire a atteint 2,2 milliards de dirhams suite aux sorties enregistrées durant le mois de novembre (3,7 milliards) à l'occasion de l'Aid Al Adha.

Globalement, les facteurs autonomes ont exercé un effet expansif de 12,2 milliards de dirhams sur les trésoreries bancaires.

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

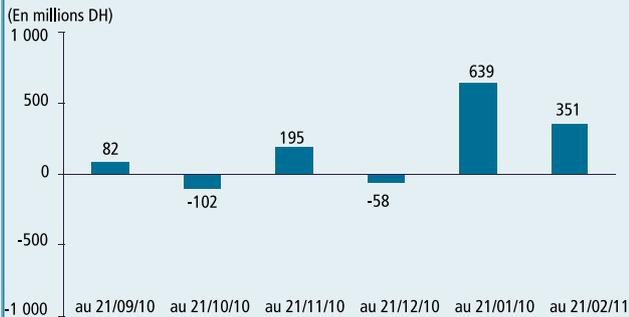


Graphique E 4.1.2 : Position de liquidité et TMP du marché monétaire interbancaire

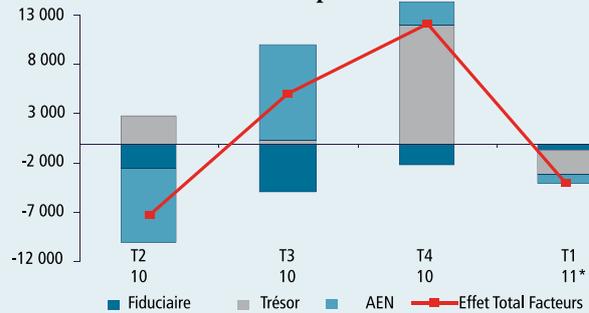


En dépit de l'évolution restrictive des facteurs autonomes au cours du premier trimestre 2011, l'insuffisance moyenne des trésoreries bancaires s'est améliorée, passant de 13,9 milliards au quatrième trimestre 2010 à 10,1 milliards au cours des deux premiers mois de l'année 2011, en raison de l'augmentation du volume des interventions de Bank Al-Maghrib durant le mois de février en vue de contenir la pression à la hausse subie par le TMP tout au long de ce mois.

**Graphique E 4.1.3 : Variation des réserves obligatoires**



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



\* Le premier trimestre 2011 ne considère que les mois de janvier et de février

Les opérations du Trésor ont impacté négativement les trésoreries bancaires de 2,5 milliards de dirhams en raison principalement des souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (20,5 milliards de dirhams), partiellement compensées par les remboursements des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (9,5 milliards de dirhams) et de l'augmentation des placements du Trésor sur le marché monétaire d'un montant de 1,9 milliard de dirhams.

Les opérations sur avoirs extérieurs ont induit une ponction de liquidité de 805 millions de dirhams résultant de la différence entre les achats de devises par les banques commerciales qui ont totalisé 4,8 milliards de dirhams et les cessions de billets de banque étrangers qui ont atteint 4 milliards de dirhams.

L'augmentation de la circulation de la monnaie fiduciaire a atteint 678 millions de dirhams en raison de l'Aid Al-Mawlid.

Globalement, les facteurs autonomes ont exercé un effet restrictif de 4 milliards de dirhams sur les trésoreries bancaires.

En vue de combler l'insuffisance des trésoreries bancaires qui a atteint en moyenne 10,1 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 9,3 milliards de dirhams. La Banque centrale a également fourni des liquidités au moyen d'une opération d'avances à 24 heures pour un montant de 3,6 milliards de dirhams.

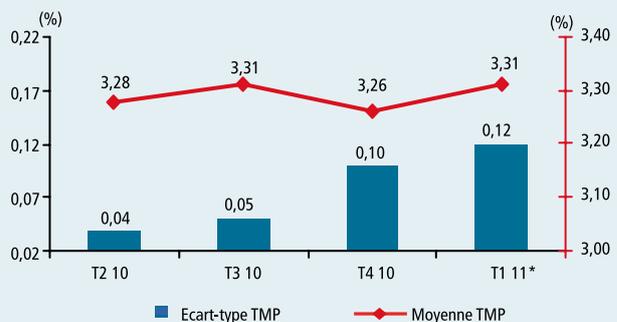
Au cours du premier trimestre de l'année 2011, le taux moyen pondéré s'est établi en moyenne à 3,31%, en hausse de 5 points de base par rapport au trimestre précédent.

En outre, la volatilité du TMP s'est élevée à 2 points de base s'établissant à 0,12% contre 0,10% précédemment, principalement en raison de la pression à la hausse subie par le TMP durant le mois de février et dont la moyenne s'est établie à 3,36%.

**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**



\* Le premier trimestre 2011 ne considère que les mois de janvier et de février

appliqués aux crédits immobiliers et ceux à l'équipement et à la consommation ont enregistré une augmentation et ce, après avoir connu un repli au trimestre précédent.

#### 4.1.2 Monnaie, crédit et placements liquides

##### Evolution de M3

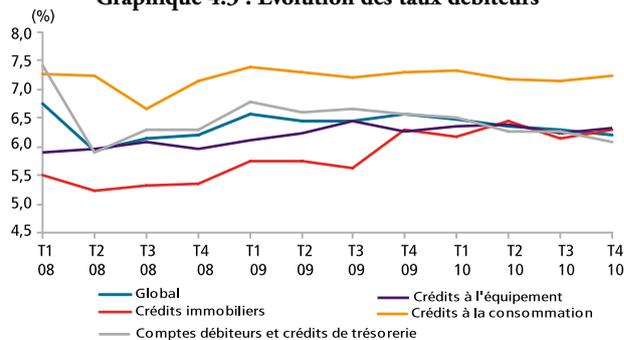
Le ralentissement de la création monétaire se poursuit au début de l'année 2011 et se traduit par le maintien de l'excédent monétaire à des niveaux négatifs, indiquant ainsi l'absence de pressions inflationnistes émanant de la sphère monétaire à moyen terme.

Ainsi, la progression annuelle de M3 a de nouveau fléchi en janvier 2011, revenant à 3,6% après 5,3% au trimestre précédent et 6,5% en moyenne pendant l'année 2010. Cette décélération s'explique principalement par le ralentissement du taux d'accroissement des créances sur l'économie, qui s'est traduit par une contraction de leur contribution à la croissance de M3. En revanche, la contribution des avoirs extérieurs nets et des créances nettes sur l'administration centrale a augmenté pour devenir positive en janvier.

La décélération de la création monétaire semble s'accompagner de mouvements de réallocation de portefeuilles en faveur des dépôts à terme et des titres des OPCVM obligataires, comme en témoignent le ralentissement ou la stagnation des taux de croissance des encaisses les plus liquides et la baisse des titres des OPCVM monétaires.

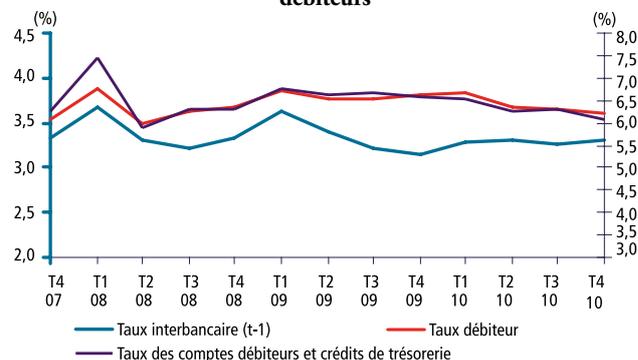
En effet, l'augmentation annuelle de la monnaie scripturale a de nouveau reculé, se limitant à 3,2% en janvier, au lieu de 5,5 % le trimestre précédent, sous l'effet du repli des dépôts à vue auprès des banques et de ceux auprès de la Trésorerie Générale du Royaume. Pour leur part,

Graphique 4.3 : Evolution des taux débiteurs

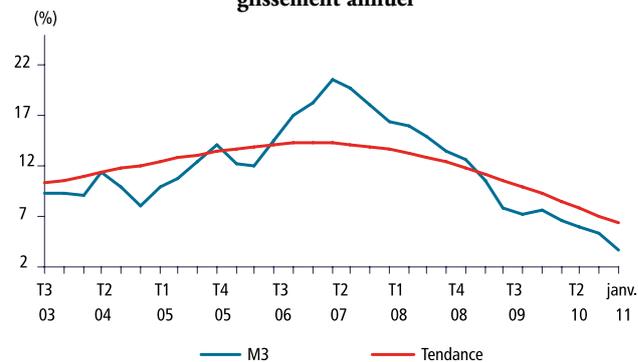


Source : Enquête trimestrielle de BAM auprès des banques

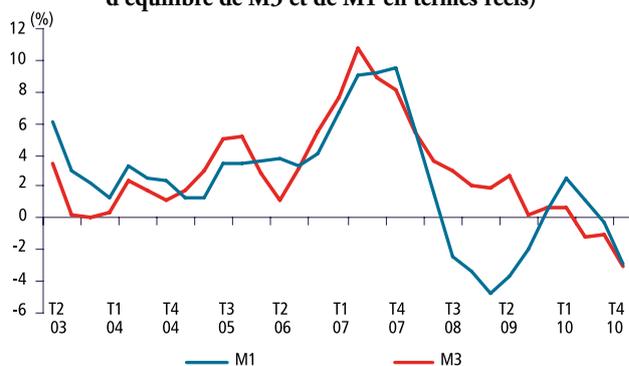
Graphique 4.4 : Evolution du taux interbancaire et des taux débiteurs



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)



les rythmes de hausse de la monnaie fiduciaire et des placements à vue sont restés globalement inchangés à 6,3% et à 7,1%, respectivement. Parallèlement, les titres des OPCVM monétaires, en ralentissement le trimestre précédent, se sont inscrits en repli en janvier, revenant à un niveau inférieur de 8,7% à celui observé une année auparavant. A l'inverse, les dépôts à terme ont poursuivi leur redressement progressif, marquant une expansion de 5% en janvier après 2,9% au quatrième trimestre 2010, à la faveur notamment de la hausse de leur rémunération.

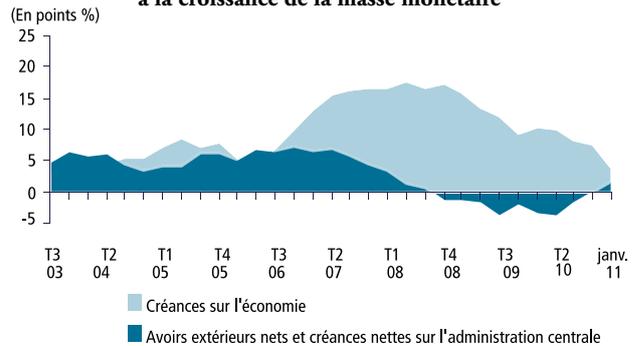
Par secteur institutionnel, la dynamique ainsi observée des dépôts à terme s'explique par le comportement des ménages, qui semblent privilégier cette catégorie de placements, au détriment des avoirs à vue et, dans une faible mesure, par celui du secteur public. A l'inverse, les dépôts des sociétés privées, tant à vue qu'à terme, ont connu un ralentissement en janvier, en glissement annuel. Au total, l'évolution des dépôts inclus dans la masse monétaire demeure principalement tirée par les contributions positives des ménages, celles des autres catégories de déposants demeurant globalement moins importantes, voire négatives.

### Crédit

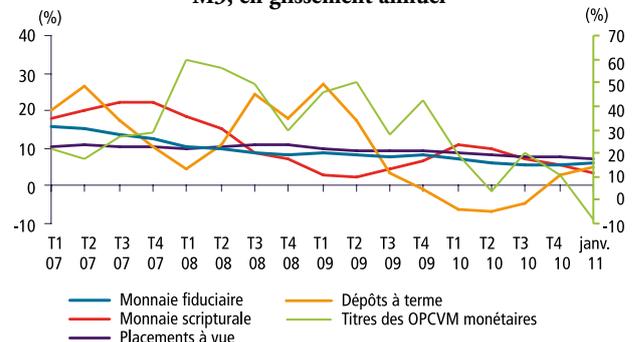
Les données les plus récentes confirment la poursuite de la décélération du rythme de croissance annuel du crédit bancaire, revenu à 5,5% en janvier 2011, après 9,3% au quatrième trimestre 2010 et 10,9% en moyenne de l'année écoulée.

L'analyse par agent économique indique que le ralentissement du crédit est attribuable tant à la décélération des prêts destinés aux sociétés privées qu'à la baisse des crédits octroyés aux agents financiers. Ces derniers ont, en effet,

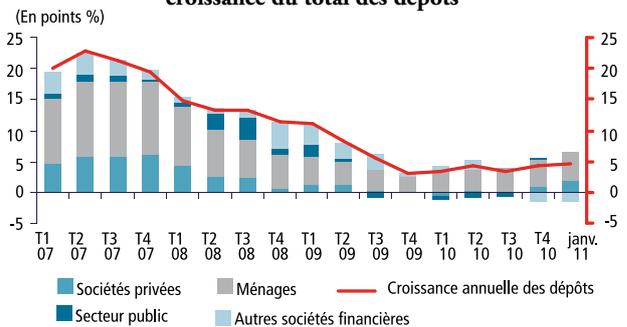
**Graphique 4.7 : Contributions des principales contreparties à la croissance de la masse monétaire**



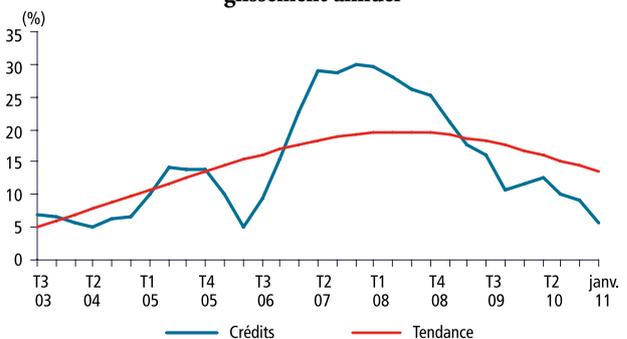
**Graphique 4.8 : Evolution des principales composantes de M3, en glissement annuel**



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



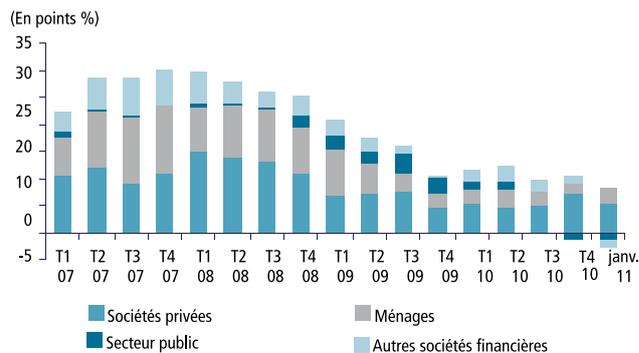
**Graphique 4.10 : Croissance du crédit et sa tendance, en glissement annuel**



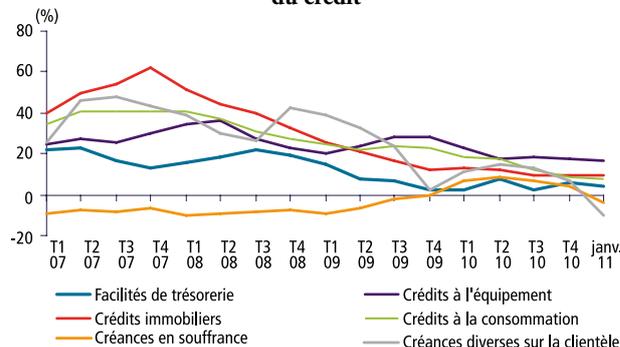
accusé une baisse de 9,8% en glissement annuel en janvier, contribuant ainsi négativement à la croissance du crédit bancaire. Pour leur part, les concours accordés aux sociétés non financières privées, ont vu leur taux de progression annuel revenir à 12,4% en janvier au lieu de 16% au quatrième trimestre 2010. Aussi, leur contribution à la progression du crédit global s'est-elle réduite à 5,5 points de pourcentage, contre 7,1 points pendant le trimestre passé. En revanche, le taux d'accroissement annuel des crédits accordés aux ménages s'est élevé à 8,2% en janvier après 5,7% au dernier trimestre 2010, contribuant ainsi de 2,8 points de pourcentage à la hausse du crédit global, au lieu de 2 points au trimestre précédent.

Par objet économique, le repli du rythme d'accroissement du crédit est lié à la baisse des créances diverses sur la clientèle<sup>1</sup>, à celle des créances en souffrance et, dans une moindre mesure, au ralentissement de la progression annuelle des autres catégories de prêts. Les créances diverses sur la clientèle ont, en effet, accusé une baisse de 10% en janvier, alors qu'elles avaient progressé de 6,4% au quatrième trimestre 2010. De même, les créances en souffrance se sont contractées de 3,9%, contre une augmentation de 4,3% trois mois auparavant, du fait principalement de la radiation et du recouvrement d'une partie de ces créances. Dans le même temps, les facilités de trésorerie, en recul d'un mois à l'autre en janvier, et les crédits à la consommation, en quasi-stagnation durant la même période, ont vu leur hausse annuelle revenir à 4,3% et à 7,6% respectivement. Pour leur part, les crédits à l'équipement et à l'immobilier, bien que leurs rythmes d'expansion annuels aient fléchi respectivement à 16,4% et à 9,2% en début 2011, continuent d'apporter la plus importante contribution à la croissance du crédit bancaire.

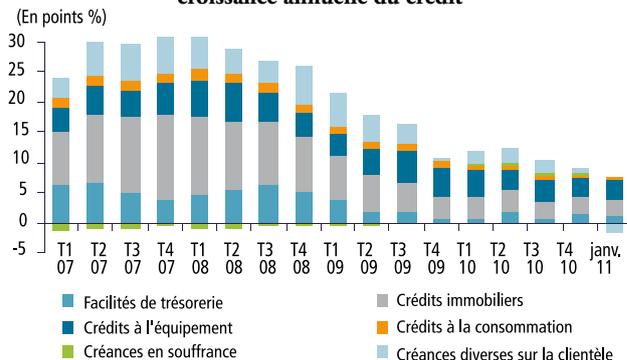
**Graphique 4.11 : Contribution des secteurs institutionnels à la croissance du crédit**



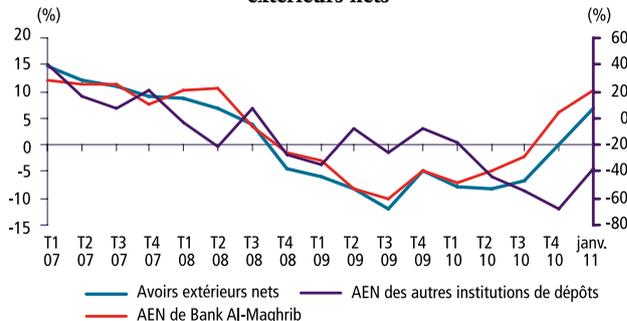
**Graphique 4.12 : Croissance annuelle des principales catégories du crédit**



**Graphique 4.13 : Contribution des différentes catégories à la croissance annuelle du crédit**



**Graphique 4.14 : Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets**



<sup>1</sup> Il s'agit essentiellement des opérations financières avec les autres sociétés financières

### Autres sources de création monétaire

Après plusieurs trimestres de baisse entre 2008 et 2009, les avoirs extérieurs nets se sont progressivement redressés en 2010. Au terme du dernier trimestre de l'année passée, ils se sont établis à un niveau comparable à celui observé à la même période de l'année précédente, l'accroissement des avoirs extérieurs nets de Bank Al-Maghrib ayant été compensé par le repli de ceux des autres institutions de dépôt. Leur encours a marqué, en janvier 2011, une hausse annuelle de 6,7%, reflétant une augmentation des recettes voyages, ainsi qu'un effet de base lié à l'importante baisse accusée une année auparavant.

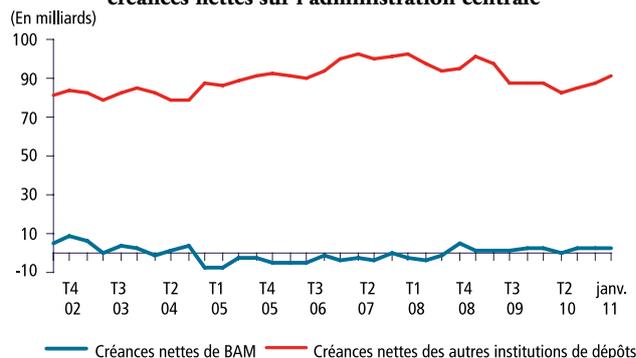
S'agissant des créances nettes sur l'administration centrale, elles ont légèrement augmenté de 0,6% en janvier, en glissement annuel, après une contraction de 1,8% le trimestre précédent, sous l'effet principalement de l'accroissement du recours de l'administration centrale aux autres institutions de dépôts.

### Placements liquides

En janvier 2011, le rythme de croissance annuel des placements liquides s'est inscrit en ralentissement, s'établissant à 22,2% au lieu de 24% au dernier trimestre 2010.

Cette évolution tient principalement à la décélération de la croissance annuelle des actifs inclus dans l'agrégat PL1, en particulier celle des bons du Trésor négociables, revenue de 21,5% au quatrième trimestre 2010 à 18,2% en janvier. Quant aux titres des OPCVM actions et diversifiés, recensés dans l'agrégat PL3, ils ont poursuivi leur hausse, reflétant la dynamique des cours sur la bourse de Casablanca. En comparaison annuelle, leur niveau ressort en progression de 25,5% en janvier, au lieu d'un taux de 24,6% observé en moyenne durant les trois derniers mois de 2010.

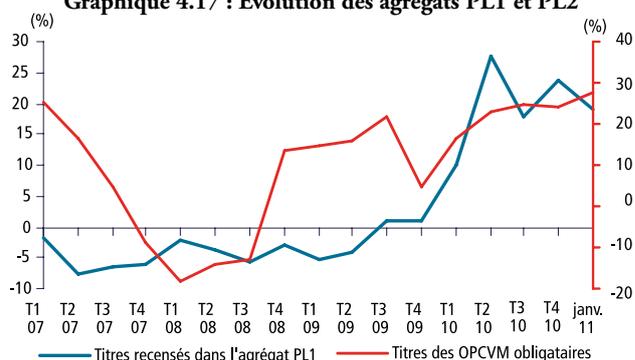
**Graphique 4.15 : Evolution trimestrielle de l'encours des créances nettes sur l'administration centrale**



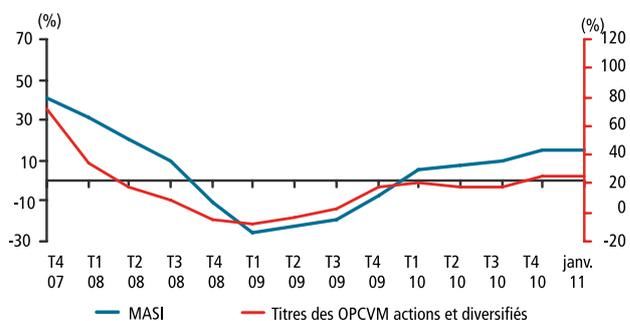
**Graphique 4.16 : Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme**



**Graphique 4.17 : Evolution des agrégats PL1 et PL2**



**Graphique 4.18 : Croissance annuelle de PL3 et du Masi**



De même, les titres des OPCVM obligataires, inclus dans l'agrégat PL2, se sont accrus de 27,6% en glissement annuel, sous l'effet conjugué de la légère hausse de la demande et de l'appréciation des portefeuilles liée à la baisse des taux d'intérêt.

### Taux de change

Au terme du dernier trimestre de l'année 2010 et par rapport au trimestre précédent, la monnaie nationale s'est dépréciée de 0,92% vis-à-vis de l'euro. En revanche, elle s'est inscrite, en moyenne, en hausse de 4,24% face au dollar et de 2,22% à l'égard de la livre sterling.

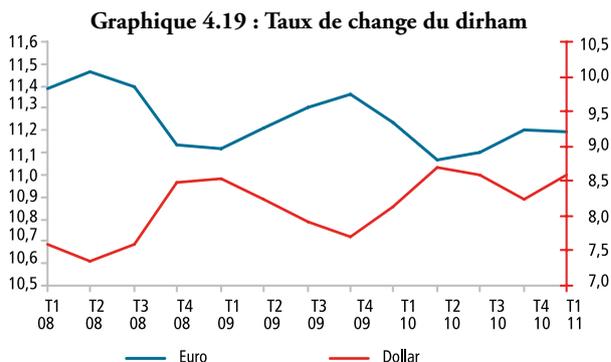
Entre janvier et février 2011, le dirham a connu une quasi-stabilité par rapport à l'euro et des dépréciations, de 4,07% et de 1,40% vis-à-vis du dollar et de la livre sterling respectivement.

S'agissant du 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 demeuré quasiment stable au quatrième trimestre 2010. L'appréciation a été plus perceptible en termes réels, s'établissant à 1,46% d'un trimestre à l'autre, compte tenu de l'évolution légèrement défavorable du différentiel d'inflation.

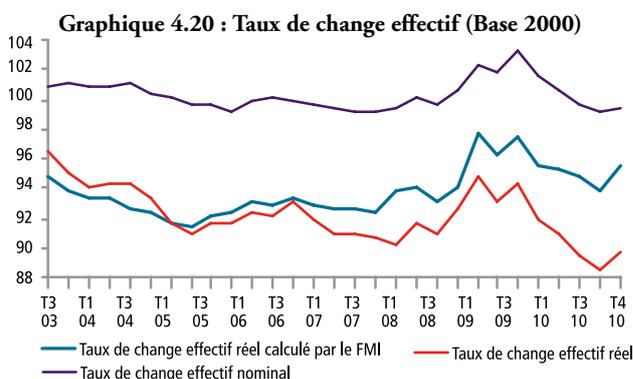
## 4.2 Prix des actifs

### 4.2.1 Actifs immobiliers

A l'échelle internationale, les prix des actifs immobiliers ont connu des évolutions divergentes en glissement annuel. Ainsi, en Espagne, les prix des actifs immobiliers ont poursuivi leur tendance baissière entamée depuis deux ans, affichant ainsi un repli de près de 3,5%. En revanche, ils ont progressé de 9,5% et de 0,5% respectivement en France et au Royaume Uni, après avoir augmenté de 8,4% et de 3,3% le trimestre précédent.

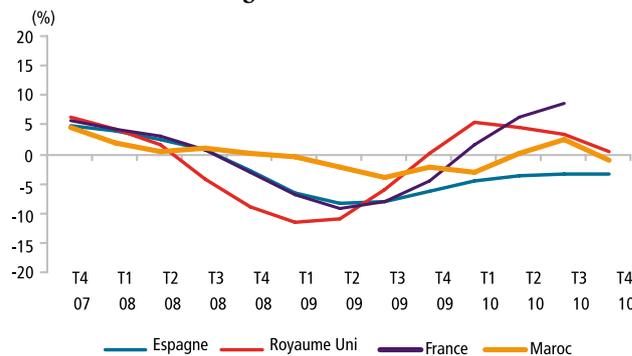


L'observation du premier trimestre 2011 correspond à la moyenne arithmétique des données du 1<sup>er</sup> janvier au 25 février.

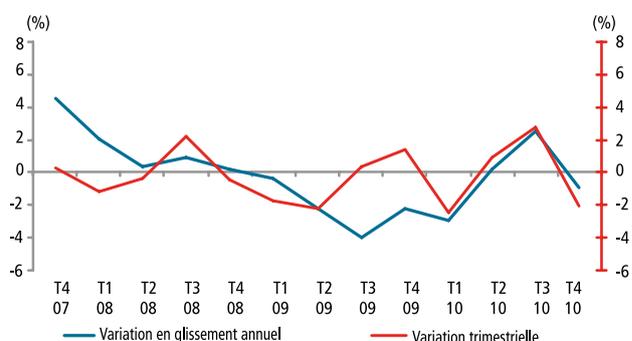


Source : calcul de BAM et du FMI

**Graphique 4.21 : Indice des prix des actifs immobiliers en Espagne, au Royaume-Uni, en France et au Maroc, en glissement annuel**



**Graphique 4.22 : Indice des prix des actifs immobiliers (IPAI)**



Au Maroc, les résultats relatifs à l'indice des prix des actifs immobiliers<sup>1</sup> (IPAI) au terme du quatrième trimestre 2010, font ressortir une diminution de 2% des prix des biens immobiliers, contre une progression de 2,8% au trimestre précédent. En glissement annuel, l'IPAI a également accusé une baisse de 0,9%, contre une augmentation de 2,6% observée au cours du trimestre précédent.

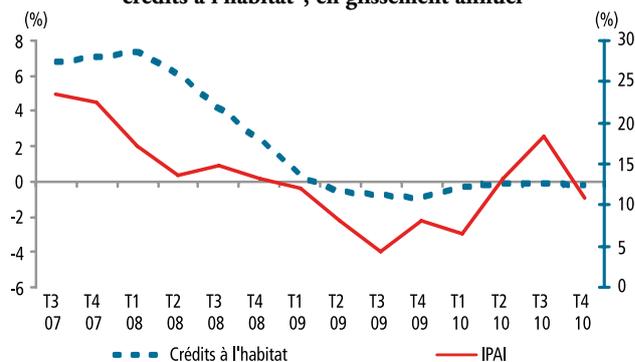
Le nombre des ventes de biens immobiliers résidentiels immatriculés au niveau de l'ANCFCC, arrêté 35 jours après la fin du quatrième trimestre, a poursuivi son mouvement baissier pour s'établir à 11 240 transactions contre 13 481 au cours du troisième trimestre 2010. Cette contraction est attribuable à la diminution des ventes des appartements et des maisons, les ventes des villas ayant enregistré une hausse.

Parallèlement, les crédits à l'habitat (voir Graphique 4.23) ont progressé de 12,4% en glissement annuel, s'établissant à 122,5 milliards de dirhams au troisième trimestre 2010. Dans le même temps, l'indice boursier du secteur immobilier (voir Graphique 4.24) a enregistré une hausse de 5% en glissement annuel.

### 4.2.2. Cours des actions

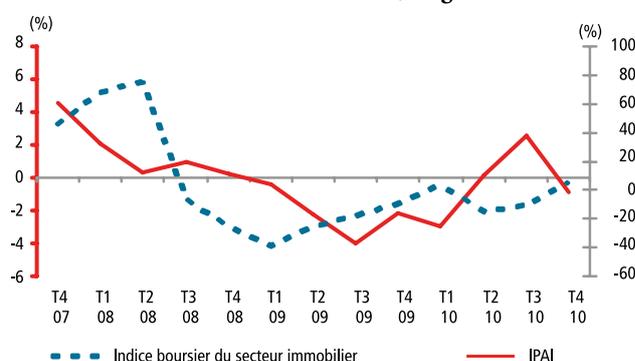
Au terme du quatrième trimestre de l'année 2010, le MASI s'est accru de 6,4 % d'un trimestre à l'autre, affichant ainsi une performance annuelle de 21,2%. La tendance haussière s'est poursuivie au mois de février, avec une appréciation de 1,7%, soit une performance de 1,2% depuis le début de l'année. Pour sa part, l'indice du secteur de l'immobilier s'est apprécié de près de 2% en glissement trimestriel et de 4,43% à l'issue du mois de février.

Graphique 4.23 : Indice des prix des actifs immobiliers et crédits à l'habitat\*, en glissement annuel

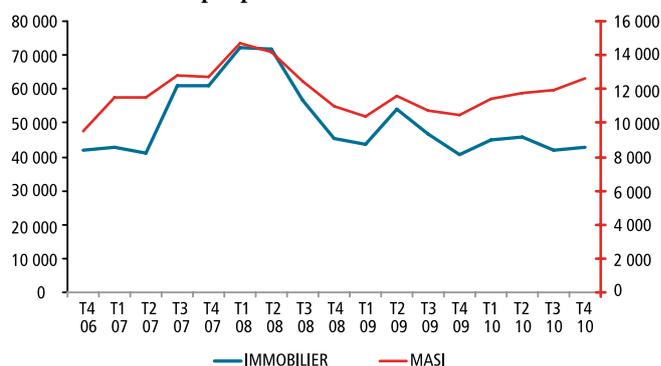


\* Compte non tenu de crédits destinés à la promotion immobilière

Graphique 4.24 : Indice des prix des actifs immobiliers et indice boursier du secteur immobilier, en glissement annuel



Graphique 4.25 : Indices boursiers



Sources : Datastream, CFG

Tableau 4.3 : Valorisation du marché des actions

PER	T4 : 09	T1 : 10	T2 : 10	T3 : 10	T4 : 10
Argentine	15,7	17,5	9,5	10,9	12,4
Bésil	13,2	16,4	15,2	11,9	14
Mexique	19,8	17,1	13,8	14	15,7
Turquie	9,9	11	11,9	11,7	12,9
<b>Maroc</b>	<b>15,7</b>	<b>16,9</b>	<b>18,1</b>	<b>17,7</b>	<b>19,1</b>

Sources : Datastream et CFG

<sup>1</sup> 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, fait l'objet depuis le 15 mars 2010 d'une publication trimestrielle sur les portails des deux institutions : [www.bkam.ma](http://www.bkam.ma) et [www.ancfcc.gov.ma](http://www.ancfcc.gov.ma).

Le PER<sup>1</sup> de la place de Casablanca a augmenté d'un trimestre à l'autre, passant de 17,7 à 19,1, s'établissant à 19 à fin février. Il est resté toutefois relativement élevé par rapport à celui d'autres marchés de taille comparable.

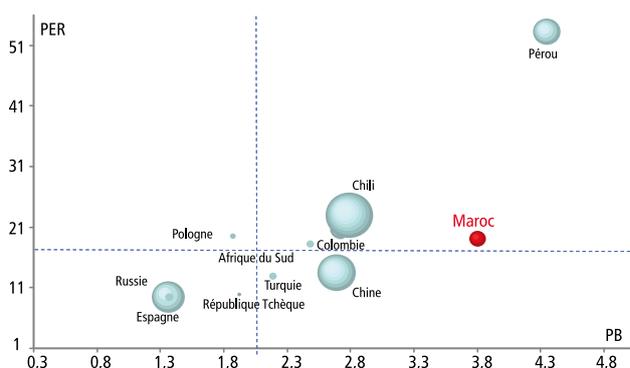
En outre, le Price To Book Ratio<sup>2</sup>, situé à 3,8 à fin février, demeure parmi les plus élevés comparativement aux autres marchés.

Le volume des transactions s'est, pour sa part, inscrit en hausse de 10,6%, atteignant 72,5 milliards de dirhams contre 65,6 milliards le trimestre précédent. Il s'est chiffré à près de 4,3 milliards au terme du mois de février.

Parallèlement, la capitalisation boursière s'est accrue de 7,6%, atteignant 579,02 milliards de dirhams. Les données à fin février indiquent la poursuite de cette tendance de la capitalisation de la place de Casablanca, qui s'est élevée à 585,6 milliards<sup>3</sup> de dirhams.

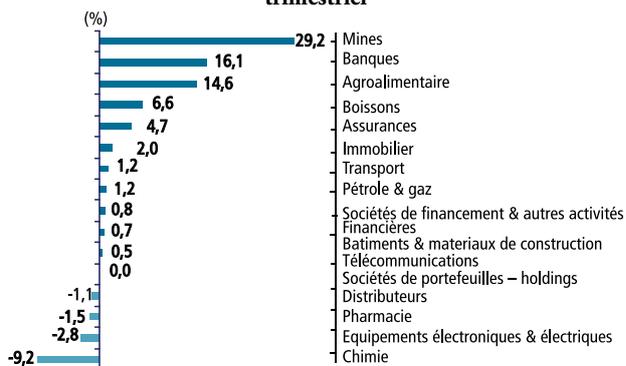
S'agissant des indices sectoriels, la plupart des secteurs ont enregistré des variations positives d'un trimestre à un autre, allant de 0,47% pour le secteur des télécommunications à 29,2% pour celui des mines. En revanche, d'autres secteurs ont vu leur indice diminuer, notamment ceux de la chimie et des équipements électroniques & électriques qui se sont dépréciés respectivement de 9,21% et de 2,83%.

Graphique 4.26 : Valorisation du marché boursier au Maroc et dans certains pays émergents(\*) à fin décembre 2010



(\*) La taille des bulles est en fonction du ratio (capitalisation boursière/ PIB)  
 Source: Datastream, CFG Gestion, et calculs Bank Al Maghrib

Graphique 4.27 : Evolution des indices sectoriels, en glissement trimestriel



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

2 Price Book 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).

## 5. ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

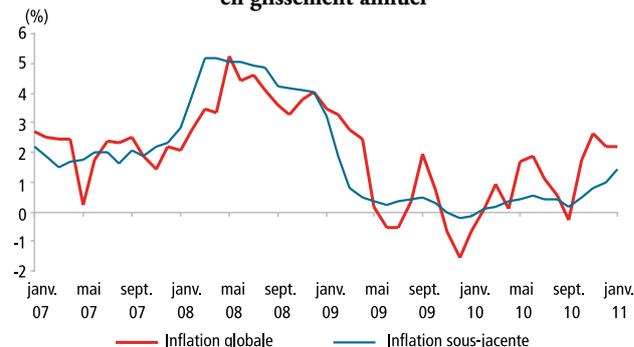
En ligne avec les analyses et prévisions publiées dans le cadre du dernier Rapport sur la Politique Monétaire (RPM), la tendance de l'inflation demeure modérée, malgré des signes de tensions sur les prix à la consommation au niveau mondial, suite au renchérissement de l'énergie et des matières premières. L'inflation globale, mesurée par la variation en glissement annuel de l'indice des prix à la consommation (IPC), s'est établie à 2,2% en décembre 2010 et en janvier 2011, contre 2,6% en novembre 2010. Pour sa part, l'inflation sous-jacente, qui traduit la tendance fondamentale des prix, continue de progresser lentement depuis février 2010, tout en demeurant à des rythmes bas ne dépassant pas 1,4% en janvier 2011, après s'être établie en moyenne à 0,4% sur l'ensemble de l'année précédente. L'évolution de l'inflation sous-jacente recouvre un trend modérément haussier des prix des biens échangeables (IPCXE) et une certaine décélération du rythme de progression de ceux des biens non échangeables (IPCXNE), hors produits alimentaires volatils et produits réglementés. Reflétant en partie la hausse des cours des produits de base au niveau mondial et la récente accélération de l'inflation chez les principaux partenaires, l'indice des prix des produits échangeables inclus dans l'IPCX (IPCXE) s'est accru de 1,3% en janvier après 0,5% en décembre, tandis que l'inflation des biens non échangeables (IPCXNE) est revenue de 1,6% à 1,4%, traduisant la faiblesse des tensions inflationnistes internes. Par ailleurs, les dernières données disponibles confirment la diffusion progressive et régulière des hausses des cours mondiaux des matières premières vers les prix à la production industrielle qui se sont accrus de 14,1% en janvier 2011, en glissement annuel, après 8,1% et 5,6% respectivement en décembre et novembre 2010.

### 5.1 Evolution de l'inflation

Malgré le renchérissement récent des produits alimentaires et des matières premières et l'apparition de tensions inflationnistes chez les principaux pays partenaires qui en a résulté, l'absence de pressions significatives de la demande intérieure, conjuguée à l'effet exercé par le mécanisme de compensation, a maintenu l'inflation globale à un niveau proche de 2% au cours des derniers mois. A très court terme, les facteurs d'offre font fluctuer les prix de certains produits alimentaires frais de manière significative, mais leur impact reste limité à la volatilité de l'inflation globale sans altérer considérablement sa moyenne de moyen terme.

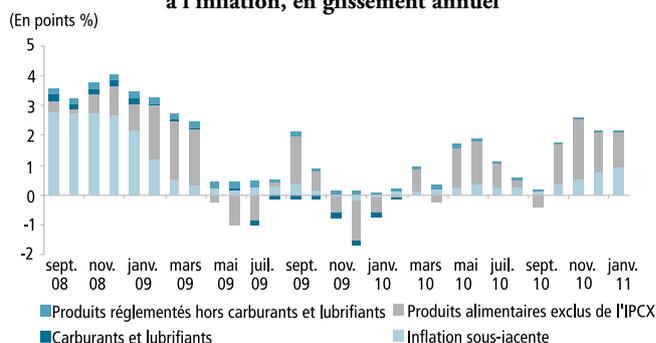
Ainsi, après avoir atteint 2,6% en novembre et 2,2% en décembre 2010, l'inflation globale, mesurée par la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC), est restée inchangée à 2,2% en janvier 2011. Cette évolution reflète, d'une part, un ralentissement de la hausse des prix de la composante « produits alimentaires volatils » et, d'autre part, une légère progression de l'inflation sous-jacente, les prix des produits réglementés n'ayant pas connu de variations notables (voir

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



Sources : HCP et calculs BAM

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



Sources : HCP et calculs BAM

Tableau 5.1). Sur l'ensemble de l'année 2010, la hausse de l'IPC est ressortie à 0,9% après 1% en 2009.

Outre le ralentissement de la hausse des prix des légumes, cette évolution s'explique par la baisse de ceux des poissons et des agrumes, tandis que les prix des fruits et des volailles ont connu des augmentations qui restent sans effet important sur le niveau général des prix à la consommation.

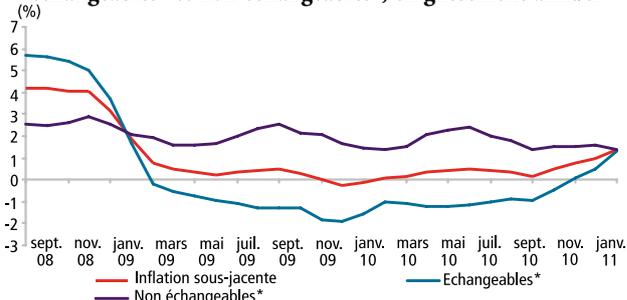
Au niveau des produits réglementés, les tarifs de ceux hors carburants et lubrifiants ont progressé de 0,3% en janvier après 0,2% en décembre, en liaison avec la stabilité des tarifs de certains produits, notamment le tabac, l'électricité et les produits pharmaceutiques. En revanche, les tarifs des carburants et lubrifiants n'ont pas subi de variation, dans un contexte de poursuite du gel du mécanisme d'indexation qui isole le marché national des hausses des cours du pétrole au niveau international.

Abstraction faite des prix des produits alimentaires volatils et des produits réglementés, l'inflation sous-jacente (67% du panier de l'IPC) s'est établie à 1,4% en janvier 2011, après 1% en décembre 2010 et 0,8% en novembre. Globalement, les données récentes confirment la tendance modérément haussière de l'inflation sous-jacente, après le plancher de -0,2% observé en décembre 2009. Son écart absolu par rapport à l'inflation globale s'est rétréci à 0,8 point de pourcentage en janvier, alors qu'il était à 1,2 point en décembre 2010. Ce niveau de l'inflation fondamentale, qui demeure globalement faible en comparaison historique et avec d'autres pays émergents et en développement, reflète le caractère encore modéré des pressions de la demande tant intérieure qu'extérieure. La ventilation détaillée de l'IPCX montre, en effet, que l'évolution de l'inflation sous-jacente tient aussi bien à la lenteur du rythme de progression des prix des biens échangeables qu'au maintien de celui des biens non échangeables à des niveaux modérés depuis plusieurs mois.

**Tableau 5.1 : Inflation et ses composantes**

	Variation mensuelle (%)			Glissement annuel (%)		
	nov. 10	déc. 10	janv. 11	nov. 10	déc. 10	janv. 11
<b>Inflation globale</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>
dont:						
- Produits alimentaires volatils exclus de l'inflation sous-jacente	-5,5	-7,4	0,7	16,3	11,1	9,5
- Carburants et lubrifiants	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Produits réglementés hors carburants et lubrifiants	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3
<b>Inflation sous-jacente</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>
dont :						
- Produits alimentaires	0,4	0,3	0,3	0,6	1,1	2,1
- Articles d'habillement et chaussures	0,3	0,2	0,4	0,7	0,8	1,0
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles*	0,4	0,0	0,1	0,7	0,8	0,8
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,0	0,0	0,3	0,7	0,8	0,6
- Santé*	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,4	-0,5
- Transport*	-0,3	-0,4	0,1	-0,1	-0,5	-0,4
- Communication	-1,4	0,0	0,0	-1,9	-1,9	-1,9
- Loisirs et cultures	0,0	-0,1	-0,1	-1,3	-1,1	-1,2
- Enseignement	0,0	0,0	0,0	4,6	4,6	4,6
- Restaurants et hôtels	0,0	0,0	0,0	1,9	1,8	1,7
- Biens et services divers	0,1	0,3	0,1	2,1	2,2	2,1

\* hors produits réglementés  
Sources : HCP et calculs BAM

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

Produits (Dh/Litre)	fév. 09	nov. 09	déc. 09	oct. 10	nov. 10	déc. 10	janv. 11
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	3 678	3 678	3 678	3 678

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

### Encadré 5.1 : Evolution de l'inflation en 2010

En dépit de la légère reprise de l'activité économique mondiale et des prix des matières premières énergétiques et alimentaires, l'inflation globale, mesurée par la hausse de l'indice des prix à la consommation (IPC), est restée presque inchangée à 0,9% en 2010. Le niveau relativement modéré de l'inflation chez nos principaux pays partenaires et l'absence de pressions significatives de la demande tant au niveau interne qu'externe ont contribué, dans une grande mesure, à maintenir l'inflation globale à un niveau bas.

Le caractère modéré de l'inflation globale est confirmé par les données relatives à l'indicateur de l'inflation sous-jacente (IPCX) qui n'a progressé que faiblement durant 2010. Ainsi, l'inflation fondamentale est ressortie à 0,4% en 2010, après 0,7% en 2009, reflétant d'une part, un ralentissement de l'inflation des biens non échangeables (IPCXNE) de 2,1% à 1,7% et d'autre part, une baisse de 0,8% des prix des biens échangeables (IPCXE). Cette évolution vient confirmer l'importance des évolutions des cours mondiaux des matières premières comme facteur modérateur de l'inflation en 2010 ainsi que la faiblesse des pressions émanant de la demande tant interne qu'externe. Alors que la tendance de l'inflation sous-jacente s'est ralentie, le rythme de progression des prix de la composante « produits alimentaires volatils » s'est, en revanche, accéléré de 3,1% à 5,1%, contribuant à hauteur de 0,7 point de pourcentage à l'inflation globale (contre 0,4 en 2009).

Le niveau relativement modéré de l'inflation globale est également attribuable aux prix des produits réglementés, qui ont joué un rôle prépondérant dans l'amortissement de l'effet des chocs externes sur les prix à la consommation. En effet, les tarifs des produits réglementés hors carburants et lubrifiants ont progressé de 0,4% après 1% une année auparavant, reflétant le ralentissement de la hausse des tarifs de certains produits comme le tabac et l'électricité, ainsi que la baisse des prix des produits pharmaceutiques. Pour leur part, les tarifs des carburants et lubrifiants n'ont pas subi de fluctuation au cours de l'année, parallèlement à la poursuite du gel du mécanisme d'indexation qui isole le marché national des chocs pétroliers à l'international. Les prix de la rubrique « carburants et lubrifiants pour véhicules de tourisme » ont même enregistré une baisse de 0,7% après celle de 1,7%, en raison d'un effet de base.

Tableau E 5.1: Evolution annuelle des principales composantes de l'inflation

Groupes de produits	Pondérations en %	Variation annuelle en %	
		2009	2010
<b>Indice des prix à la consommation, dont :</b>	<b>100</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>
<b>Produits exclus de l'inflation sous-jacente</b>	32,9	1,7	2,1
Produits alimentaires volatils	12,1	3,1	5,1
Carburants et lubrifiants	2,4	-1,7	-0,7
Produits réglementés hors carburants et lubrifiants	18,4	1,0	0,4
<b>Inflation sous-jacente</b>	<b>67,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>
Produits alimentaires inclus dans l'inflation sous-jacente	26,1	-0,1	-0,6
Articles d'habillement et chaussures	3,9	1,0	0,5
Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles <sup>(1)</sup>	7,0	1,6	0,8
Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	4,9	1,9	0,8
Santé <sup>(1)</sup>	0,1	0,8	0,0
Transport <sup>(1)</sup>	7,0	0,3	0,3
Communications	3,5	-4,5	-1,1
Loisirs et cultures	2,2	-0,6	-0,7
Enseignement	3,9	5,4	4,1
Restaurants et hôtels	2,9	1,8	2,4
Biens et services divers	5,5	2,0	1,7

(1) Hors produits réglementés

Source : HCP et calculs de BAM

## 5.2 Biens échangeables et Biens non échangeables

L'appréciation de l'ampleur de la transmission des évolutions des prix à l'international et des pressions d'origine interne sont davantage perceptibles à l'examen de la ventilation de l'IPC en indices des prix des biens échangeables (IPCXE) et non échangeables (IPCXNE), hors produits alimentaires volatils et produits réglementés.

Dans un contexte de renchérissement des produits alimentaires de base et de renforcement de l'inflation dans les principaux pays partenaires, l'inflation des biens échangeables (IPCXE) s'est inscrite en hausse, en glissement annuel, à 1,3% en janvier 2011 après 0,5% en décembre 2010. Alors qu'il fluctuait avec des valeurs négatives entre mars 2009 et octobre 2010, en liaison principalement avec l'atténuation de la demande étrangère et de l'inflation mondiale, le rythme d'accroissement des prix des biens échangeables (IPCXE) est redevenu positif en novembre 2010 et s'est relativement redressé en décembre et en janvier 2011. Cette évolution récente est attribuée essentiellement à la hausse du rythme d'accroissement des prix de certains produits alimentaires de base, en particulier les céréales (1% au lieu de 0,3%) et les huiles (1,1% au lieu de -4,6%), en ligne avec les évolutions récentes de l'indice unitaire des prix à l'importation alimentaire. Elle est due également à la légère baisse des prix de certains biens de consommation durable, notamment les voitures automobiles (-1,3% au lieu de -1,4%), qui demeurent en baisse au Maroc, en liaison avec l'évolution favorable du taux de change et la modération des pressions de la demande dans un marché concurrentiel.

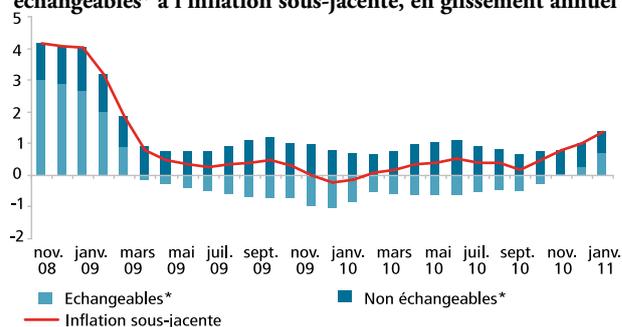
En revanche, l'inflation des biens non échangeables (IPCXNE) est revenue de 1,6% à 1,4%, en glissement annuel, recouvrant un

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

	Evolution en variation mensuelle (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	nov. 10	déc. 10	janv. 11	nov. 10	déc. 10	janv. 11
Biens échangeables*	0,2	0,2	0,6	0,1	0,5	1,3
Biens non échangeables*	0,0	0,0	-0,2	1,5	1,6	1,4

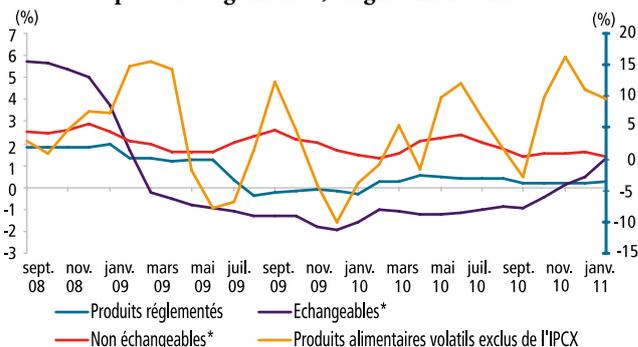
\* hors produits alimentaires volatils et produits réglementés  
Sources : HCP et calculs de BAM

**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

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

	Contributions à l'inflation en variation mensuelle		Contributions à l'inflation en glissement annuel	
	déc. 10	janv. 11	déc. 10	janv. 11
Produits Exclus de l'IPCX	-1,0	0,1	1,4	1,2
Dont :				
Produits réglementés	0,0	0,0	0,0	0,1
Produits alimentaires volatils	-1,0	0,1	1,4	1,2
Biens échangeables*	0,1	0,2	0,2	0,5
Biens non échangeables*	0,0	-0,1	0,5	0,4

\* hors produits alimentaires volatils et produits réglementés  
Sources : HCP et calculs BAM

ralentissement de la hausse des prix des viandes fraîches et de ceux de la rubrique « salons de coiffure et instituts de beauté ». Il y a lieu de noter que l'inflation des biens non échangeables (IPCNE), constitués principalement des services, est passée légèrement en dessous de 2% à partir du mois d'août 2010, reflétant en partie les effets de second tour liés aux baisses antérieures des prix des biens échangeables (IPCXE).

### 5.3. Biens et services

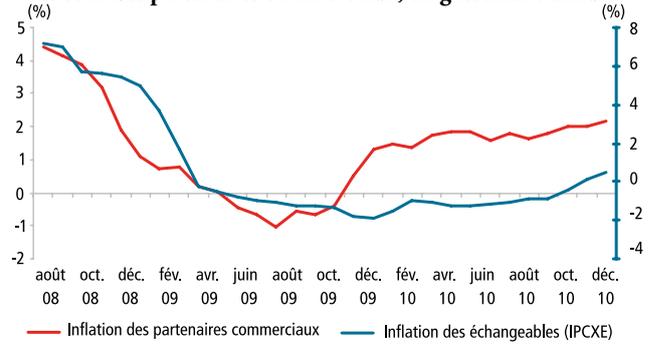
La ventilation du panier de l'IPC en biens et services montre que l'inflation globale demeure influencée, dans une grande mesure, par l'évolution des prix des biens non transformés. En effet, les prix de cette catégorie de biens, dont l'évolution est conditionnée par les variations des produits alimentaires volatils, ont vu leur rythme de progression s'établir à 9,7% en novembre et à 6,8% en décembre avant de revenir à 5,9% en janvier de l'année 2011. Ce ralentissement a entraîné une contraction de leur contribution à l'inflation, en glissement annuel, à 1,3 point de pourcentage au lieu de 1,5 point un mois auparavant.

Pour leur part, les prix des biens transformés hors carburants et lubrifiants ont enregistré des hausses de plus en plus marquées, allant de 0,4% en décembre 2010 à 1,1% en janvier 2011. La contribution de cette composante à l'inflation devient ainsi plus significative, passant de 0,1 point de pourcentage en novembre 2010 à 0,2 point en décembre et à 0,5 point en janvier 2011. S'agissant des prix des services, ils ont progressé à un rythme quasi-identique à celui des deux mois précédents, soit 1,2%, contribuant ainsi à hauteur de 0,4 point de pourcentage à l'inflation.

### 5.4 Indice des prix à la production industrielle

Les données du mois de janvier 2011, relatives à l'indice des prix à la production industrielle

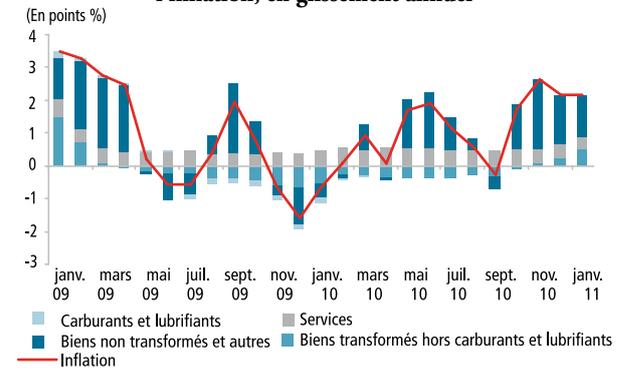
**Graphique 5.6 : Evolution de l'inflation des biens échangeables\* et celle des partenaires commerciaux, en glissement annuel**



\* hors produits alimentaires volatils et produits réglementés

Source : 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

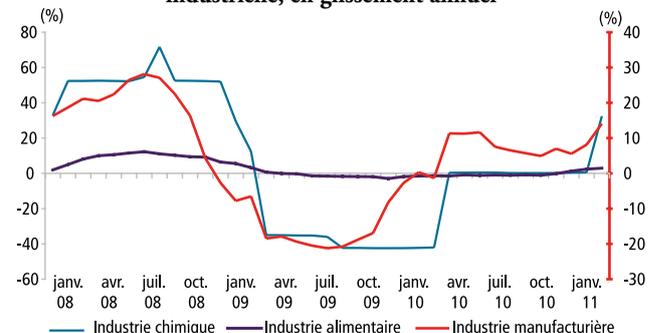
**Tableau 5.5 : Indices des prix des biens et services**

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

\* hors carburants et lubrifiants

Sources : HCP et calculs BAM

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

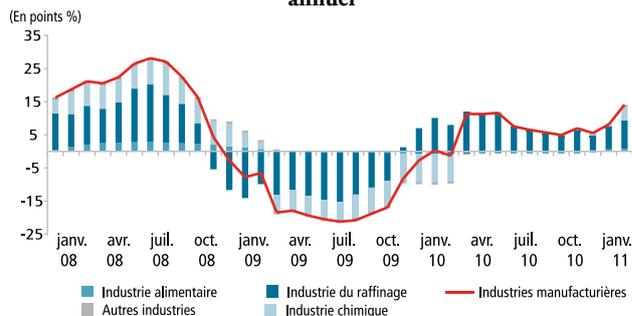


Sources : HCP et calculs BAM

confirment les anticipations antérieures des chefs d'entreprises, dans le cadre de l'enquête de conjoncture de BAM, concernant la reprise de la hausse des coûts de production. 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 progression, en glissement mensuel, de 5,6% entre décembre 2010 et janvier 2011, tirée principalement par les prix de la branche «industrie chimique», dont la hausse s'est établie à 31,9%, après la stabilité observée le mois précédent. Sa contribution à la variation de l'indice des prix de l'industrie manufacturière a avoisiné 3,7 points de pourcentage. La hausse mensuelle de l'indice général est attribuable, dans une moindre mesure, aux prix de la branche cokéfaction et raffinage, dont le rythme mensuel s'est inscrit à 6% en janvier 2011 après 6,5% un mois auparavant, ramenant ainsi sa contribution à la hausse de l'indice général de 1,9 point de pourcentage en décembre 2010 à 1,8 point en janvier 2011. En glissement annuel, l'augmentation de l'indice des prix à la production manufacturière s'est accélérée pour ressortir à 14,1% en janvier 2011 au lieu de 8,1% en décembre 2010.

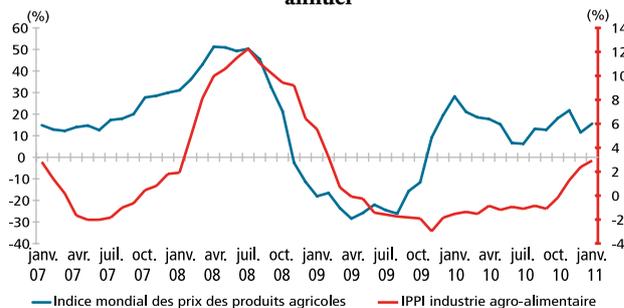
Abstraction faite des deux branches « industrie chimique » et « cokéfaction et raffinage », les prix à la production industrielle n'ont pas connu de variation considérable s'inscrivant en hausse mensuelle de 0,1% en janvier 2011 après 0,4% un mois auparavant. Cette évolution recouvre d'une part, l'augmentation de 2,1% en janvier 2011 des prix de la branche « industrie du caoutchouc et des plastiques », après la stagnation en décembre 2010 et, d'autre part, la progression des prix des branches « fabrication d'autres produits minéraux non métalliques », « travail des métaux » et « industrie du cuir et de la chaussure » respectivement de 0,7%, de 1,1% et de 1,8% en janvier 2011, après 0,3%, 0% et 0% respectivement en décembre 2010. Toutefois, la contribution des prix des branches

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



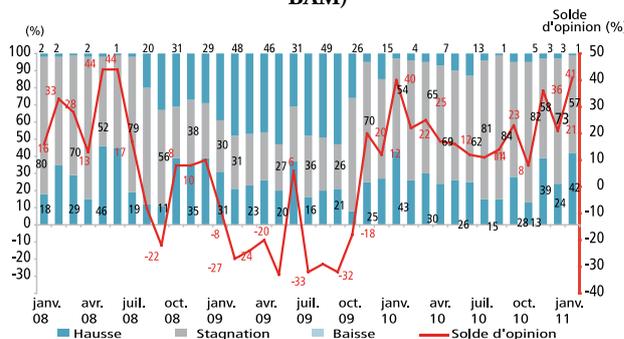
Sources : HCP et calculs BAM

**Graphique 5.10 : Evolution des prix des produits alimentaires 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

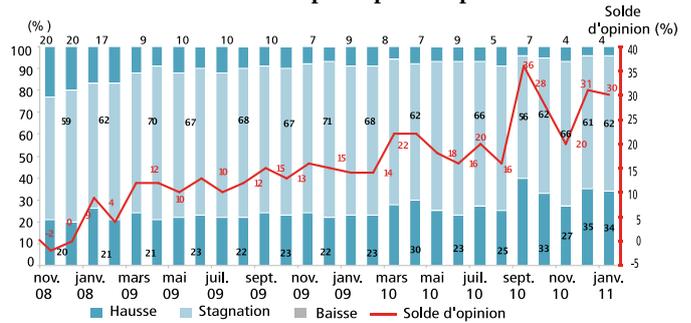
hors « cokéfaction et raffinage » et « industrie chimique » à la variation de l'indice général est restée faible.

### 5.5 Anticipations d'inflation

Selon les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib pour le mois de janvier 2011, les prix des produits industriels devraient connaître de légères hausses, comme en témoigne l'augmentation significative du pourcentage des chefs d'entreprises ayant anticipé une hausse au cours des trois prochains mois (voir Graphique 5.11).

Parallèlement, les résultats de l'enquête indiquent que l'appréciation des anticipations de l'inflation des chefs d'entreprises concernant les trois prochains mois n'a pas connu de variation considérable. En effet, le pourcentage des chefs d'entreprises ayant anticipé une stagnation de l'inflation pendant les trois prochains mois s'est établi à 62%. Quant au pourcentage des opérateurs ayant anticipé une hausse, il est resté presque inchangé à 34% (voir Graphique 5.12).

Graphique 5.12 : Anticipation 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 2,1% pratiquement similaire au taux moyen prévu dans le cadre du dernier Rapport sur la Politique Monétaire (RPM) (2,2%). Au cours de l'année 2011, l'inflation devrait se situer autour de 2,1% au lieu de 2,3% comme communiqué dans le cadre du dernier RPM. Pour le premier semestre de l'année 2012, la prévision fait état d'un taux d'inflation moyen de 2,2%. La balance des risques pour le présent exercice de prévision est orientée à la hausse en raison, notamment, des incertitudes entourant l'évolution future des cours des matières premières.*

### 6.1 Hypothèses du scénario de base

#### 6.1.1 Environnement international

Bien que la production mondiale ait accusé un léger fléchissement au cours du 2<sup>ème</sup> semestre de l'année écoulée, ce repli a été moins prononcé qu'initialement anticipé par le Fonds Monétaire International et la dynamique de croissance s'affranchit graduellement des mesures de relance économique. Ainsi, l'activité a évolué modérément dans les pays avancés contrairement aux économies émergentes qui affichent un rythme de progression soutenu, laissant entrevoir par là des signes de surchauffe en lien notamment avec les afflux massifs de capitaux.

Dans ce contexte, les économies de la zone euro et des Etats-Unis ont enregistré au 4<sup>ème</sup> trimestre de 2010 des taux de croissance évalués respectivement à 2% et 2,8%. Ces réalisations s'inscrivent dans une conjoncture marquée par de nouvelles mesures de soutien à l'activité mises en place aux Etats-Unis, l'amélioration des indicateurs de la consommation privée, le prolongement de la tendance baissière des primes de risque et, enfin, l'assouplissement notable des critères d'accès aux crédits bancaires touchant même les petites et moyennes entreprises.

En dépit du caractère relativement favorable de l'environnement économique international, des facteurs de vulnérabilité ont contribué à la modération de l'évolution de l'activité comme en témoignent la persistance de taux de chômage élevés, l'inertie du marché américain de l'immobilier, l'atonie du marché de la titrisation, ainsi que la réapparition de turbulences financières dans les pays se situant à la périphérie de la zone euro suite, principalement, à la crise de la dette souveraine de l'Irlande et du creusement significatif des spreads qui s'en est suivi.

S'agissant des perspectives de croissance, les dernières projections du Fonds Monétaire International affichent une révision à la hausse du taux de croissance anticipé aux Etats-Unis en 2011. Ainsi, le FMI table désormais sur une progression de 3%, alors qu'il prévoyait dans l'édition du mois d'octobre 2010 un taux de 2,3%. Les prévisions relatives à la zone euro n'ont pas connu de changement puisqu'un accroissement de 1,5% est conjecturé pour l'année en cours. Toutefois, les anticipations concernant l'exercice de 2012 font état d'une légère révision à la baisse. Ainsi, l'économie américaine devrait croître de 2,7% au lieu de 3%. De même, la prévision

relative à l'évolution de l'activité économique au sein de la zone euro est passée de 1,8% à 1,7%.

Malgré l'optimisme que pourrait susciter la consolidation de la croissance mondiale en lien avec une évolution favorable des exportations, un niveau de confiance relativement élevé des chefs d'entreprises et une dynamique notable de la demande intérieure privée, les risques de dégradation des perspectives de croissance dans les économies avancées persistent toujours. En effet, la tendance haussière des cours des produits de base et le rétablissement languissant du marché de l'immobilier américain suscitent des inquiétudes. Aussi, des craintes subsistent encore quant à l'accroissement probable de l'aversion au risque et à la chute potentielle des cours des actions, dans le cas où les turbulences financières relevées dans la périphérie de la zone euro persistaient et se propageaient au centre de l'Europe. Enfin, l'insuffisance de progrès dans l'élaboration des programmes de rééquilibrage des finances publiques attise les appréhensions relatives à la soutenabilité des dettes publiques.

Sur la base 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 1,4% en 2011 et 1,7% en 2012. Comparativement à celles présentées dans le RPM du mois de décembre, 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.

En raison du renchérissement significatif des cours du pétrole et des produits de base alimentaires, ces derniers étant fortement impactés par les mauvaises conditions climatiques qui ont affecté en 2010 quelques grands producteurs agricoles mondiaux (Communauté des États Indépendants, Union européenne), l'inflation dans la zone euro a continué de s'inscrire sur une tendance haussière avec des niveaux dépassant légèrement

l'objectif de 2% fixé par la Banque centrale européenne. Toutefois, et avec l'avènement de la nouvelle campagne agricole de 2011, une atténuation des prix des denrées alimentaires sur le marché international est attendue. Aussi, compte tenu du parfait ancrage des anticipations et de l'importance des capacités productives qui demeurent non utilisées, l'inflation ne devrait croître que légèrement avant de revenir à des niveaux modérés vers la fin de l'année en cours. Par conséquent, la BCE prévoit en 2011 un taux d'inflation de 2,3% et de 1,7% en 2012.

Les risques entourant l'évolution de l'inflation dans la zone euro sont globalement orientés à la hausse. Ces perspectives résultent principalement de l'intensification des craintes relatives au renchérissement des cours des matières premières hors énergie et des hydrocarbures, dont les prix devraient être fortement influencés par les instabilités politiques affectant certains pays de la région MENA. En outre, la hausse des taux de la fiscalité indirecte et le relèvement des prix administrés pourraient être plus importants, en lien avec l'assainissement budgétaire auquel les pays ayant creusé leur déficit durant la crise doivent nécessairement procéder. Toutefois, ces risques demeurent tempérés par les incertitudes liées à l'évolution de la croissance économique ainsi que la persistance de taux de chômage élevés.

S'agissant de l'Euribor, le scénario central du présent RPM retient comme hypothèse un taux de 1,33% pour le premier semestre de l'année en cours. Ce dernier devrait croître progressivement pour se situer à une moyenne de 1,86% au deuxième semestre de 2011. Au premier semestre de 2012, nous assumons un taux Euribor de 2,27%.

Enfin, dans un contexte international marqué par le renchérissement notable des cours des matières premières, les indicateurs des prix à l'importation hors énergie, inclus dans les modèles de prévision développés par Bank Al-Maghrib, ont été significativement revus à la

hausse pour cet exercice comparativement à l'évolution annoncée dans le cadre du dernier Rapport sur la Politique Monétaire. Cependant, une modération des tensions inflationnistes d'origine externe est prévue pour 2012.

### 6.1.2 Environnement national

Conformément aux hypothèses du précédent Rapport sur la Politique Monétaire, l'activité économique nationale au titre de l'année 2011 devrait afficher un profil de croissance plus favorable. Cette amélioration des perspectives est attribuable au dynamisme de l'activité non agricole, en lien principalement avec le raffermissement de la demande intérieure. La demande extérieure reste quant à elle tributaire du redressement de l'activité économique chez nos principaux partenaires. Enfin, la contribution de la production agricole à la croissance économique nationale devrait être positive, contrairement à l'année 2010, dans le cas où l'évolution favorable des indicateurs sous-jacents se confirmait sur les prochains mois.

En effet, les estimations de Bank Al-Maghrib tablent sur une campagne agricole 2010-2011 d'environ 80 millions de quintaux, niveau retenu comme hypothèse dans le scénario central de cet exercice de prévision. Plusieurs indicateurs confortent ce scénario : de bonnes conditions de démarrage, une bonne répartition des précipitations et une augmentation des superficies semées. Ainsi, la valeur ajoutée agricole pour 2011 devrait afficher un accroissement comparativement à celle enregistrée en 2010. S'agissant de la campagne agricole 2011-2012, et en l'absence de visibilité, nous retenons comme hypothèse une production céréalière moyenne de 60 millions de quintaux.

L'activité non-agricole devrait pour sa part afficher une croissance plus soutenue, tirée principalement par la demande intérieure. Celle-ci serait favorisée aussi bien par les mesures programmées dans la Loi de Finances 2011 en

termes de renforcement du pouvoir d'achat des ménages et d'augmentation du niveau d'investissement public (qui devrait croître de 21,4% en variation annuelle), que par la reprise des transferts des MRE. De même, l'impulsion positive de l'actuelle campagne agricole devrait renforcer la consommation privée et en particulier celle des ménages ruraux.

Les perspectives de redressement de la demande extérieure adressée au Maroc demeurent favorables quoique faibles par rapport aux niveaux atteints avant la crise. Cette tendance est attribuable à une demande faible émanant des pays partenaires qui continueront à afficher une évolution modérée de leurs activités économiques.

Dans ce contexte, la croissance de la valeur ajoutée globale, pour l'année 2011, serait comprise entre 4% et 5%, soit un niveau supérieur à celui réalisé en 2010.

Les dernières statistiques du marché du travail, datant du quatrième trimestre 2010, font état d'une très légère hausse du taux de chômage national de 0,2% en comparaison avec la même période de l'année précédente. Ainsi, le chômage urbain est passé de 13,8% à 13,7% tandis que le chômage rural a augmenté de 3,7% à 4,2%. Les principales créations d'emploi sont observées au niveau des secteurs du BTP avec 35.000 nouveaux postes, de l'agriculture avec 29.000 postes et de l'industrie et des services qui ont connu le même niveau de création d'emplois établi à 28.000 postes. Par ailleurs, les perspectives d'une croissance économique nationale favorable pour l'année 2011 ainsi que la décision du gouvernement d'insertion des titulaires de diplômes supérieurs dans la fonction publique, laissent présager une possible amélioration du marché de travail.

De même, selon l'enquête trimestrielle de conjoncture de Bank Al-Maghrib de janvier 2011, il ressort que globalement les industriels marocains prévoient pour le premier trimestre

de 2011 une augmentation des effectifs employés dans les industries électriques et électroniques, une légère hausse dans les industries agroalimentaires, une stagnation dans les industries chimiques et parachimiques et, enfin, une baisse dans les autres branches.

Toutefois, ces conditions ne devraient pas peser sur l'évolution future des salaires et aucune réévaluation du SMIG n'est anticipée sur notre horizon de prévision.

La reprise de l'activité mondiale tirée principalement par les pays émergents conjuguée aux tensions politiques récentes observées dans certains pays d'Afrique du Nord et du Moyen Orient ont grandement impacté les cours des hydrocarbures sur les marchés internationaux. A cet effet, le FMI a revu à la hausse ses dernières prévisions relatives au prix du baril (panier) qui s'établit désormais à 89,5 et 89,7 dollars respectivement pour 2011 et 2012. Sur le marché des futures, le prix du baril s'établit en moyenne à 108,6 et 107,9 dollars respectivement pour 2011 et 2012.

Dans ce contexte, et afin de préserver le pouvoir d'achat des ménages marocains, le Gouvernement a décidé d'injecter 15 milliards de DH dans la Caisse de compensation, venant s'ajouter aux 17 milliards déjà programmés dans le cadre de la Loi de Finances 2011. En conséquence, le système de compensation devrait rester soutenable sur notre horizon de prévision et, donc, 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 2,1%. Ce niveau, quasiment similaire au taux moyen prévu dans le cadre

du dernier Rapport sur la politique monétaire (2,2%), demeure en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. Toutefois, la prévision d'inflation pour l'année 2011 fait ressortir un taux moyen de l'ordre de 2,1%, une prévision légèrement inférieure à celle de 2,3% prévue dans l'exercice précédent.

Au cours du premier trimestre de 2011, l'inflation devrait se situer autour de 1,8% au lieu de 2,3% prévu lors de l'exercice précédent, alors que celle du second trimestre de la même année passe de 2,3% à 2%. Pour les deux derniers trimestres de l'année en cours, des taux d'inflation de l'ordre de 2,3% et 2,2% sont prévus, au lieu de 2,5% et 2,2% communiqués dans le RPM précédent. Enfin, pour le premier semestre de l'année 2012, l'inflation devrait s'établir à 2,2% en moyenne (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, d'une part, aux incertitudes entourant l'évolution de la conjoncture internationale (hausse des cours des matières premières hors énergie, avec une tendance semblable à celle observée avant la crise; évolution future des prix des hydrocarbures sur les marchés mondiaux à même d'impacter, de manière indirecte, nos prix à l'import) et, d'autre part, à l'environnement national en lien

avec une campagne agricole plus favorable que celle retenue dans le scénario central et qui est susceptible de contribuer à une amélioration de l'emploi et de la demande des ménages ruraux. 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.

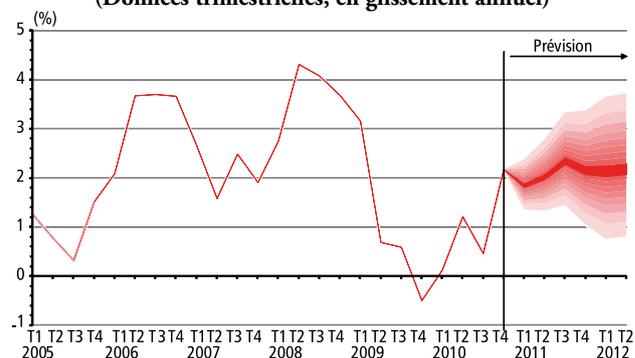
Tableau 6.1 : Prévision de l'inflation pour 2011 T1 – 2012 T2

	2011				2012		Moyenne	HP*
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	2011	
<b>Prévision centrale (%)</b>	1,8	2,0	2,3	2,2	2,1	2,2	2,1	2,1

(Données trimestrielles, en glissement annuel)

\*(HP) Horizon de prévision

Graphique 6.1 : Projections de l'inflation 2011 T1 - 2012 T2 (Données trimestrielles, en glissement annuel)



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

بنك المغرب  
بنك المغرب

Dépôt légal : 2007/0033

**BANK AL-MAGRIB**

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

Tél. :(212) 5 37 70 66 45

Fax :(212) 5 37 20 67 68

E mail : [deri@bkam.ma](mailto:deri@bkam.ma)

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

بنك المغرب  
بنك المغرب

بنك المغرب  
بنك المغرب