



Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 15 juin 2010



بنك المغرب
بنك المغرب

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

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

SOMMAIRE

Liste des graphiques, des tableaux et des encadrés	5
Communiqué de presse	9
Aperçu général	11
1. Orientation de l'offre et de la demande globale	13
1.1 Production	13
1.2 Consommation	16
1.3 Investissement	18
1.4 Commerce extérieur	19
2. Pressions sur les capacités de production et marché du travail	21
2.1 Tensions sur les capacités de production	21
2.2 Tensions sur le marché du travail	23
3. Environnement international et prix à l'importation	26
3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde	26
3.2 Inflation dans le monde	32
3.3 Prix du pétrole	33
3.4 Prix des matières premières hors énergie	34
3.5 Indice des valeurs unitaires à l'importation du Maroc	35
4. Conditions monétaires et prix des actifs	36
4.1 Conditions monétaires	36
4.2 Prix des actifs	44
5. Evolution récente de l'inflation	47
5.1 Evolution de l'inflation	47
5.2 Biens échangeables et biens non échangeables	48
5.3 Biens et services	51
5.4 Indice des prix à la production industrielle	53
5.5 Anticipations d'inflation	54
6. Perspectives de l'inflation	56
6.1 Hypothèses du Scénario de base	56
6.2 Prévision d'inflation et balance des risques	59

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Projections de la croissance T1 2010-T1 2011.....	14
Graphique 1.2	: Evolution du produit intérieur brut, de la valeur ajoutée agricole et non agricole.....	14
Graphique 1.3	: Evolution de la pluviométrie recueillie du 1 ^{er} septembre 2009 au 20 mai 2010.....	14
Graphique 1.4	: Contributions en points de pourcentage des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance globale.....	15
Graphique 1.5	: Evolution des valeurs ajoutées.....	15
Graphique 1.6	: Evolution de la valeur ajoutée du BTP, des ventes trimestrielles de ciment et des crédits au secteur BTP.....	15
Graphique 1.7	: Production industrielle passée et prévue.....	16
Graphique 1.8	: Contributions des branches d'activité à la croissance globale.....	16
Graphique E 1.1	: Cumul décadaire des précipitations.....	16
Graphique E 1.2	: Nombre de jours de précipitations.....	17
Graphique E 1.3	: Déficit pluviométrique de la campagne agricole 2009-2010 par station météorologique.....	17
Graphique E 1.4	: Evolution et prévisions de la production céréalière à la seconde décade de mai 2010.....	17
Graphique 1.9	: Evolution en volume de la consommation finale nationale.....	18
Graphique 1.10	: Evolution trimestrielle de la consommation des ménages, des crédits à la consommation, et des transferts des MRE.....	18
Graphique 1.11	: Evolution trimestrielle de la formation brute de capital fixe et des crédits à l'équipement.....	18
Graphique 1.12	: Evolution du climat général des affaires et des dépenses d'investissement.....	19
Graphique 1.13	: Evolution du total des exportations et des exportations hors phosphates.....	19
Graphique 1.14	: Evolution du total des importations et des importations hors énergie.....	20
Graphique 2.1	: Output-gap non agricole.....	21
Graphique 2.2	: Output-gap non agricole et inflation.....	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.....	23
Graphique 2.7	: Taux de chômage en milieu urbain.....	23
Graphique 2.8	: Evolution de la structure du chômage par sexe, âge et diplôme.....	24
Graphique 2.9	: Effectif employé selon les secteurs d'activité.....	24
Graphique 2.10	: Coût unitaire du travail relatif et productivité apparente du travail T1 1998-T4 2010.....	24
Graphique 2.11	: Compétitivité-coûts du Maroc.....	25
Graphique 2.12	: Variation de l'indice des salaires moyen dans le secteur privé (ISMP) et du SMIG en termes nominal réel.....	25
Graphique 3.1	: Evolution du spread OIS-LIBOR.....	26
Graphique 3.2	: Evolution du TED spread.....	27
Graphique 3.3	: Evolution des taux de rendements des obligations d'Etat à 10 ans dans la zone euro.....	27
Graphique 3.4	: Evolution des CDS dans les pays périphériques de la zone euro.....	27
Graphique 3.5	: Evolution des CDS dans les pays émergents (Brésil, Russie, Inde, Chine) et au Maroc.....	28
Graphique 3.6	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées.....	28
Graphique 3.7	: Evolution de l'indice MSCI EM et du MASI.....	28
Graphique 3.8	: Evolution du crédit aux Etats-Unis, dans la zone euro et au Maroc.....	29
Graphique 3.9	: Evolution du PIB dans le monde, dans la zone euro et les pays partenaires.....	30
Graphique 3.10	: Evolution du PIB dans les pays émergents (Brésil, Russie, Inde, Chine) et au Maroc.....	30
Graphique 3.11	: Output-gap des principaux pays partenaires.....	30
Graphique 3.12	: Indicateur composite avancé pondéré des pays partenaires.....	31
Graphique 3.13	: Evolution du taux de variation du chômage pondéré des pays partenaires et du taux de croissance des transferts des MRE.....	31
Graphique 3.14	: Cours mondial du pétrole (Brent).....	32
Graphique 3.15	: Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie.....	32

Graphique 3.16	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés.....	33
Graphique 3.17	: Perspectives d'évolution des indices des prix des matières premières.....	33
Graphique 3.18	: Indice des prix à l'import hors énergie	34
Graphique 3.19	: Indice des prix à l'import des produits alimentaires.....	34
Graphique 3.20	: Indice des prix à l'import des produits miniers.....	34
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.....	35
Graphique 4.1	: Evolution du taux interbancaire.....	36
Graphique E 4.1.1	: Evolution de la position de liquidité et du TMP en moyenne trimestrielle.....	37
Graphique 4.2	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché des valeurs du Trésor.....	37
Graphique E 4.1.2	: Position de liquidité et TMP du marché monétaire interbancaire.....	37
Graphique E 4.1.3	: Variation des réserves obligatoires.....	38
Graphique E 4.1.5	: Interventions de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire	38
Graphique E 4.1.6	: Evolution de la moyenne et de l'écart-type du TMP du marché interbancaire	38
Graphique E 4.1.4	: Evolution de l'effet des facteurs de liquidité	38
Graphique 4.4	: Taux interbancaire et taux débiteurs.....	39
Graphique 4.5	: Croissance de M3 et sa tendance.....	39
Graphique 4.6	: Excédent monétaire (en % de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en termes réels).....	39
Graphique 4.7	: Contributions des principales contreparties à la croissance de la masse monétaire.....	40
Graphique 4.8	: Evolution des composantes de M3.....	40
Graphique 4.9	: Contributions des agents non financiers à la croissance du total des dépôts inclus dans M3	40
Graphique 4.10	: Croissance du crédit bancaire et sa tendance.....	40
Graphique 4.11	: Croissance des principales catégories du crédit bancaire.....	41
Graphique 4.12	: Contributions des différentes catégories à la croissance du crédit bancaire.....	41
Graphique 4.13	: Contributions des agents non financiers à la croissance du crédit bancaire.....	41
Graphique 4.14	: Evolution du crédit par branche d'activité	41
Graphique 4.15	: Croissance des avoirs extérieurs nets.....	42
Graphique 4.16	: Evolution de l'encours des créances nettes sur l'Etat.....	42
Graphique 4.17	: Evolution des placements liquides et des dépôts à terme.....	42
Graphique 4.18	: Evolution des titres des OPCVM monétaires et obligataires.....	42
Graphique 4.19	: Croissance de PL4 et MASI.....	43
Graphique 4.20	: Taux de change du dirham	43
Graphique 4.21	: Taux de change effectif	43
Graphique 4.22	: Indice des prix des actifs immobiliers en Espagne, au Royaume Uni, en France et au Maroc.....	44
Graphique 4.23	: Indice des prix des actifs immobiliers.....	44
Graphique 4.24	: Indice des prix des actifs immobiliers et nombre des transactions	44
Graphique 4.25	: Indice des prix des actifs immobiliers et crédits à l'habitat.....	44
Graphique 4.26	: Indice des prix des actifs immobiliers et indice boursier du secteur immobilier.....	45
Graphique 4.27	: Indices boursiers.....	45
Graphique 4.28	: Valorisation du marché boursier au Maroc et dans certains pays émergents à fin mai 2010.....	45
Graphique 4.29	: Evolution des indices sectoriels.....	46
Graphique 4.30	: Evolution des indices des principaux secteurs boursiers.....	46
Graphique 5.1	: Inflation et inflation sous-jacente	47
Graphique 5.2	: Contributions des principales composantes à l'inflation.....	47
Graphique 5.3	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables.....	48
Graphique E 5.1	: Evolution de l'inflation et de l'inflation sous-jacente.....	49
Graphique 5.4	: Contribution des échangeables et des non échangeables à l'inflation.....	50
Graphique 5.5	: Evolution des prix des produits échangeables et non échangeables hors produits alimentaires volatils et réglementés.....	50

Graphique 5.6	: Evolution de l'inflation des biens échangeables hors produits volatils et réglementés et celle des partenaires commerciaux.....	51
Graphique 5.7	: Contributions des prix des biens et services à l'inflation	51
Graphique E5.2.1	: IPCXE et inflation des partenaires commerciaux du Maroc.....	52
Graphique E5.2.2	: Inflation des échangeables (ancien indice) et inflation des partenaires commerciaux du Maroc.....	52
Graphique E5.2.3	: IPCXE et inflation des partenaires commerciaux du Maroc.....	53
Graphique E5.2.4	: Inflation des échangeables (ancien indice) et inflation des partenaires commerciaux du Maroc.....	53
Graphique 5.8	: Evolution des indices des prix à la production industrielle	53
Graphique 5.9	: Contributions des principales rubriques à l'indice des prix à la production manufacturière	53
Graphique 5.10	: Indice des prix de l'industrie de raffinage et prix du Brent	54
Graphique 5.11	: Evolution des prix des produits alimentaires au Maroc et sur les marchés internationaux.....	54
Graphique 5.12	: Perception de l'inflation selon les chefs des entreprises pour les prochains mois.....	54
Graphique 5.13	: Evolution des prix des produits industriels et pronostics des entreprises.....	55
Graphique 6.1	: Projections de l'inflation 2010 T2 - 2011 T3	60

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1	: Evolution du PIB trimestriel aux prix chaînés	12
Tableau 1.2	: Evolution de la balance commerciale à fin avril 2010	19
Tableau 2.1	: Indicateurs trimestriels d'activités et de chômage par milieu de résidence.....	23
Tableau 3.1	: Evolution de la croissance dans le monde.....	29
Tableau 3.2	: Evolution de la croissance trimestrielle	29
Tableau 3.3	: Evolution récente de l'inflation dans le monde,	31
Tableau 3.4	: Prévisions du prix actuel du pétrole (Brent) sur le marché des futures	32
Tableau 3.5	: Evolution des futures et des prévisions de blé par trimestre.....	33
Tableau 4.1	: Evolution des taux de rendement des bons du Trésor sur le marché primaire.....	36
Tableau 4.2	: Taux créditeurs	37
Tableau 4.3	: Valorisation du marché des actions.....	45
Tableau 5.1	: Inflation et ses composantes	48
Tableau E 5.1	: Poids des produits exclus de l'IPCX comparativement à un échantillon de pays.....	49
Tableau E 5.2	: Analyse comparative entre les composantes exclues de l'inflation sous-jacente calculée sur la base de l'IPC et l'ICV.....	49
Tableau 5.2	: Prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur	50
Tableau 5.3	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables.....	50
Tableau 5.4	: Indices des prix des biens échangeables et non échangeables hors produits volatils et réglementés.....	51
Tableau 5.5	: Indices des prix des biens et services.....	51
Tableau 6.1	: Prévision de l'inflation pour 2010 T2 – 2011 T3	60

LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 1.1	: Prévision de la production céréalière en 2010 sur la base des données disponibles, arrêtées au 20 mai 2010.....	15
Encadré 4.1	: Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire.....	37
Encadré 5.1	: Calcul de l'indicateur de l'inflation sous-jacente par Bank Al-Maghrib	49
Encadré 5.2	: Indice des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'inflation sous-jacente.....	52

بنك المغرب
بنك المغرب

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 15 juin 2010

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu sa réunion trimestrielle le mardi 15 juin 2010.
2. Au cours de cette réunion, le Conseil a analysé et approuvé le Rapport annuel sur la situation économique, monétaire et financière du pays, ainsi que sur les activités de la Banque, relatif à l'exercice 2009.
3. Le Conseil a également 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 troisième trimestre 2011.
4. Le Conseil a noté que, depuis sa dernière réunion, l'inflation est restée faible tout en enregistrant des fluctuations ponctuelles, qui sont liées à la volatilité des produits alimentaires frais. Elle a en effet atteint 0,1% en glissement annuel, au premier trimestre et également en avril 2010, après -0,5% au quatrième trimestre 2009. Parallèlement, l'inflation sous-jacente, qui reflète la tendance fondamentale des prix, continue en avril, comme aux cours des deux derniers trimestres, se situe à 0%. Toutefois, les prix à la production industrielle, qui dépendent largement des évolutions sur les marchés mondiaux, ont enregistré en avril une augmentation en glissement annuel similaire à celle du mois de mars, de 11,3%, après une baisse de 9,3% au dernier trimestre de l'année 2009.
5. Au niveau international, les conditions financières, impactées par les incertitudes sur la soutenabilité des finances publiques d'un certain nombre de pays avancés, ont connu une détérioration marquée qui s'est traduite par un retour de l'aversion au risque, ainsi que par un élargissement des spreads sur les marchés de la dette. Ces évolutions récentes, qui ne sont pas encore pleinement prises en compte dans les derniers indicateurs disponibles, viennent accroître les risques sur la poursuite de la reprise escomptée de la croissance mondiale.
6. Pour le Maroc, les dernières données font ressortir la poursuite de l'amélioration de l'activité économique. Sur l'ensemble de l'année 2010, le redressement des activités non agricoles devrait en effet se confirmer, à condition que la détérioration récente de la situation financière ne se propage pas davantage à la sphère réelle sur le plan international. Dans ce contexte, l'output gap non agricole, plus pertinent pour l'analyse des pressions inflationnistes, enregistrerait des valeurs légèrement positives en 2010. Le PIB global progresserait ainsi à un rythme inférieur à celui enregistré l'année précédente, soit entre 3 et 4%, en raison de la contraction prévisible de la production agricole par rapport au niveau exceptionnel atteint en 2009.
7. Pour ce qui est de l'analyse des conditions monétaires, elle fait ressortir, sur la base des données arrêtées à fin avril 2010, une poursuite de la croissance modérée de M3, revenue à 3,9%, après 4,6% au premier trimestre 2010. Alors que l'excédent monétaire se maintient à un niveau quasiment nul, le rythme de progression du crédit bancaire, bien qu'en ralentissement, reste soutenu, s'établissant à 10,2% en avril.

8. Sur la base de l'ensemble de ces éléments, la prévision centrale de l'inflation a été révisée à 1,7% en moyenne sur l'horizon de six trimestres, contre 1,4% en mars 2010. Pour l'année 2010, elle s'établirait en moyenne à 1,2%, comparativement à 1% dans le Rapport sur la politique monétaire de mars 2010. Au troisième trimestre 2011, elle devrait se situer autour de 2%. L'inflation sous-jacente devrait également rester modérée, ne dépassant pas 2%.
9. Les risques entourant la prévision d'inflation restent légèrement orientés à la hausse, en liaison avec les perspectives d'évolution des prix à l'importation et du crédit bancaire. Dans ce contexte, le Conseil a décidé de maintenir le taux directeur à 3,25%.

APERÇU GÉNÉRAL

En ligne avec les analyses présentées dans le cadre du Rapport sur la politique monétaire depuis plusieurs trimestres, l'inflation est restée modérée depuis la dernière réunion du Conseil, avec toutefois des fluctuations de court terme, liées à la volatilité des prix de certains produits alimentaires frais. Ainsi, l'inflation est demeurée stable, en glissement annuel, à 0,1%, entre le premier trimestre et le mois d'avril 2010, après s'être établie à -0,5% au quatrième trimestre 2009, tandis que l'inflation sous-jacente n'a connu qu'une légère augmentation à 0,3% en avril, après avoir enregistré une valeur nulle en moyenne au cours des deux derniers trimestres. La stabilité de l'inflation recouvre une quasi-stagnation à 0,9% en avril du rythme d'accroissement des prix des biens non échangeables et une diminution de l'inflation des biens échangeables, de 1% à -0,7%. Quant aux prix à la production industrielle, après un ralentissement de leur mouvement baissier au quatrième trimestre 2009, ils ont enregistré une hausse de 11,3% en avril 2010, reflétant la transmission des évolutions des cours mondiaux des matières premières.

Sur le plan international, la crise de la dette souveraine au niveau de la zone euro a entraîné de nouvelles turbulences dans plusieurs marchés financiers, après un processus de normalisation, graduel et quelque peu fragile des conditions financières, observé depuis le début de l'année 2009. Ces tensions se sont matérialisées par le retour de l'aversion au risque ainsi que par la hausse des spreads et la volatilité des rendements sur plusieurs marchés. Concernant le secteur réel, les principaux indicateurs conjoncturels disponibles font apparaître la poursuite du redressement de l'activité économique au premier trimestre, particulièrement dans les pays émergents et aux Etats-Unis. Dans la zone euro, une certaine amélioration a été observée au premier trimestre 2010, mais le rythme de la reprise demeure lent comparativement aux autres régions, notamment émergentes. Selon les dernières projections des organismes internationaux, les perspectives restent favorables pour 2010 et 2011. Néanmoins les déséquilibres des finances publiques, ainsi que l'instabilité des marchés financiers et les plans d'austérité budgétaire qui en ont résulté augmentent les incertitudes entourant la durabilité de la reprise.

S'agissant de l'inflation mondiale, les dernières données disponibles indiquent une poursuite de la hausse dans la majorité des pays avancés et émergents, en relation avec le redressement progressif de l'activité et le maintien des cours mondiaux des produits de base à des niveaux élevés par rapport à ceux observés en 2009. Toutefois, les tensions inflationnistes au niveau international restent modérées et pourraient même marquer un reflux en cas de poursuite de la baisse récente des prix des matières premières.

Au niveau national, les différents indicateurs conjoncturels confirment l'amélioration de l'activité au cours des premiers mois de l'année 2010. Le maintien du dynamisme de la demande interne, conjugué au léger redressement de la demande externe, devrait contribuer à la progression de la valeur ajoutée non agricole, dont le rythme devrait se situer entre 4,5% et 6% aux premier et deuxième trimestres. En revanche, l'activité dans le secteur agricole, tout en demeurant soutenue, marquerait une baisse par rapport aux réalisations exceptionnelles observées en 2009, ce qui se traduirait par une croissance du PIB global entre 3% et 4%. L'output gap non agricole, plus pertinent pour l'analyse des pressions inflationnistes, enregistrerait des valeurs légèrement positives en 2010, sans pour autant atteindre des niveaux pouvant représenter des risques pour la stabilité des prix.

Concernant les conditions monétaires et financières, les données arrêtées à fin avril 2010 indiquent une nouvelle modération de la croissance de M3, revenue à 3,9%, après 4,2% au premier trimestre 2010, maintenant ainsi l'excédent monétaire à un niveau quasiment nul. Dans le même temps, le rythme de progression du crédit bancaire, bien qu'en ralentissement, demeure dynamique, s'établissant à 10,2% en avril, après 11,2% durant le premier trimestre de 2010. Pour ce qui est des conditions débitrices, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques, confirment la quasi-stabilité des taux débiteurs observée en 2009. Le taux moyen pondéré s'est ainsi établi à 6,65% au premier trimestre 2010, en légère hausse de deux points de base par rapport au trimestre précédent. Au niveau des prix des actifs immobiliers, les dernières données disponibles relatives à l'indice, calculé par Bank Al-Maghrib et l'Agence Nationale de la Conservation Foncière, du Cadastre et de la Cartographie, indiquent une nouvelle baisse durant le premier trimestre de l'année 2010, en glissement annuel. Quant aux prix des actifs financiers, en dépit du léger repli observé en mai, ils continuent d'enregistrer une performance soutenue avec une hausse de 15,6% de l'indice MASI au terme des cinq premiers mois, alors que l'indice MSCI des pays émergents a accusé une baisse de 7,8% sur la même période.

Sur la base des évolutions récentes et des hypothèses les plus probables concernant les différents déterminants de l'inflation, la prévision centrale à l'horizon des six prochains trimestres n'a pas connu de révision significative. Ainsi, l'inflation devrait rester globalement en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, s'établissant à 1,7% en moyenne à l'horizon de six trimestres et avoisinant 2% au terme de cet horizon de prévision, soit le troisième trimestre 2011. Pour sa part, l'inflation sous-jacente devrait poursuivre sa légère hausse observée aux cours des trois derniers mois, tout en restant inférieure à 2%. La balance des risques entourant la prévision centrale est légèrement orientée à la hausse, en liaison avec les perspectives d'évolution des prix à l'importation et du crédit bancaire.

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

Au quatrième trimestre 2009, le PIB national a connu une progression de 7,8% contre 5,1% un trimestre auparavant, en raison de la bonne performance de l'activité agricole et du redressement des secteurs non agricoles. Ces derniers devraient poursuivre leur dynamisme au premier et au deuxième trimestre 2010, pour croître à un rythme situé entre 4,5% et 6%, en liaison avec la vigueur de la demande intérieure et l'amélioration de la demande étrangère, elle-même liée à la reprise graduelle de l'activité économique internationale. La valeur ajoutée agricole devrait s'inscrire en baisse par rapport à la performance exceptionnelle enregistrée en 2009, donnant ainsi lieu à une croissance globale entre 4% et 5% au premier semestre. Les indicateurs conjoncturels à fin avril ne suggèrent pas de révisions notables des prévisions pour l'ensemble de l'année 2010, le PIB global devant croître à un rythme situé entre 3% et 4%. Les différents éléments de la demande devraient connaître une amélioration, à l'exception de la demande extérieure nette, dont la contribution négative à la croissance serait en hausse d'une année à l'autre.

1.1 Production

Le redressement observé au niveau de l'activité économique mondiale (voir Chapitre 3) a eu un impact positif sur l'activité économique nationale. En effet, la valeur ajoutée des activités non agricoles aurait progressé à un rythme comparable à son niveau des cinq dernières années, soit un rythme entre 4,5% et 6%. Cette accélération de la croissance non agricole reflète également l'effet de base lié au tassement des secteurs non agricoles au cours du premier semestre de l'année précédente. En revanche, l'activité agricole devrait connaître une baisse après les performances exceptionnelles de la campagne agricole 2008-2009. Au total, la croissance nationale devrait s'établir entre 4% et 5% au premier semestre 2010.

Au niveau sectoriel, la campagne agricole 2009-2010 s'est caractérisée par une bonne répartition des précipitations sur l'ensemble des régions agricoles. A fin mai, le cumul pluviométrique moyen national a progressé d'environ 7% en glissement annuel et le taux de remplissage des barrages à usage agricole est passé de 70% à 93% en une année. Dans ces conditions, la production céréalière au titre de l'actuelle campagne agricole, selon les estimations de

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

Branches d'activités en %	2008		2009			2010	
	TIV	TI	TII	TIII	TIV	TI (E)	TII (P)
Agriculture	16,6	26,8	27,8	26,0	26,9	-6,5	-4,8
VA non agricole	1,2	0,6	1,3	1,9	5,1	4,8	4,9
Industrie extractive	-23,6	-46,6	-27,1	-18,4	24,7	34,2	23,7
Industrie de transformation	-4,1	-1,0	-0,3	0,4	3,8	4,1	4,3
Electricité et eau	3,4	6,1	1,4	2,5	2,1	2,8	2,4
Bâtiment et travaux publics	5,1	-0,2	1,0	-0,1	6,1	2,9	3,6
Commerce	1,0	0,7	0,2	0,4	3,7	3,8	4,1
Hôtels et restaurants	0,2	-7,8	-4,0	-2,1	2,9	4,6	3,8
Transports	-0,1	0,3	1,9	1,3	4,9	5,5	6,0
Postes et télécommunications	4,1	2,0	2,6	3,1	0,3	2,0	2,2
Administration publique générale et sécurité sociale	4,9	4,5	5,3	5,5	5,2	5,3	5,5
Autres services*	1,5	3,5	3,8	4,2	4,9	5,0	5,1
Impôts sur les produits nets des subventions	3,0	0,6	3,1	3,1	3,8	3,6	3,7
Produit intérieur brut	3,1	3,2	4,9	5,1	7,8	4,6	4,6

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

Sources : HCP, estimations et prévisions BAM

la Banque basées sur les données climatiques arrêtées au 20 mai, atteindrait près de 76 millions de quintaux (voir Encadré 1.1) et les récoltes prévisionnelles des autres composantes de la production végétale se situeraient à des niveaux satisfaisants. En outre, l'état du couvert végétal, propice à l'activité de l'élevage, devrait bénéficier de l'abondance des précipitations qui ont permis d'améliorer les profils des indices de végétation des zones non irriguées.

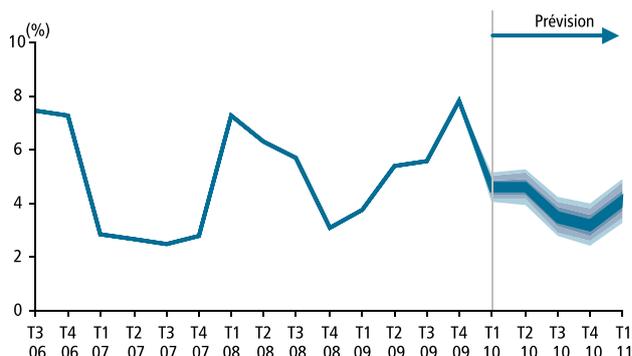
S'agissant de l'activité de la pêche, sa valeur ajoutée devrait enregistrer une progression notable au premier trimestre 2010, comparativement à la même période de l'année précédente. Le volume des débarquements de la pêche côtière et artisanale, à fin mars 2010, a marqué une augmentation annuelle de 28%. Cette évolution recouvre une hausse de 33% et de 30% respectivement des prises de poisson pélagique et de poisson blanc et une baisse de 30% de celles de céphalopodes et de crustacés. La valeur correspondante s'est toutefois légèrement dépréciée de 1%, du fait de la chute du prix du poulpe, qui représente plus de 26% de la valeur totale.

Concernant les activités non agricoles, la bonne orientation observée des indicateurs relatifs aux différentes branches laisse entrevoir une poursuite de l'amélioration observée à fin 2009.

En effet, le secteur secondaire devrait contribuer à hauteur de 1,9 point de pourcentage à la croissance globale au premier trimestre 2010, contre une contribution négative durant les trois premiers trimestres de 2009.

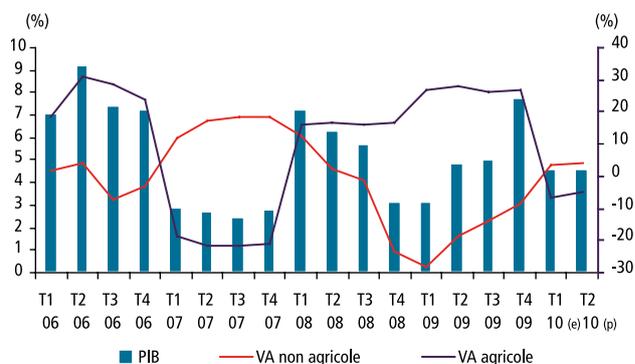
Par branche, l'activité extractive a été marquée par une forte progression de la production du phosphate pour croître de 34,2% après une augmentation de l'ordre de 25% au quatrième trimestre 2009 et une forte contraction au cours des trois premiers trimestres de la même année.

Graphique 1.1 : Projections de la croissance T1 2010-T1 2011*



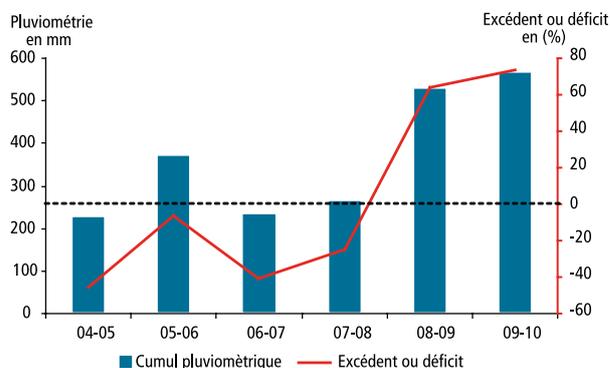
*Eventail en fonction de l'écart type
Sources : HCP, estimations et prévisions BAM

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



Sources : HCP, calculs et prévisions BAM

Graphique 1.3 : Evolution de la pluviométrie recueillie du 1er septembre 2009 au 20 mai 2010



Source : Ministère de l'Agriculture et de la pêche maritime

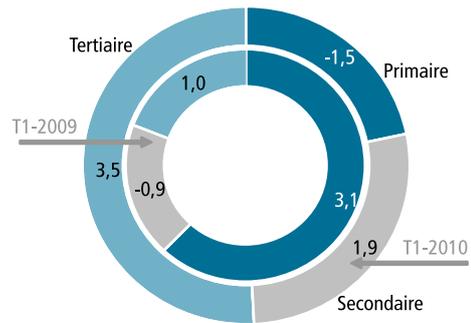
S'agissant de l'industrie de transformation, sa reprise devrait s'accélérer, avec une croissance aux alentours de 4% au premier et au deuxième trimestre 2010. Les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie relatifs au mois d'avril confirment cette reprise, la production ayant augmenté d'un mois à l'autre dans l'ensemble des branches et ses perspectives d'évolution pour les trois prochains mois étant globalement favorables.

De même, la valeur ajoutée des activités énergétiques se serait accrue de 3,6% au premier trimestre 2010, en liaison avec l'amélioration notable de la branche du raffinage et de celle de l'électricité et eau. En effet, la production de pétrole a progressé au premier trimestre 2010, de 19,8% contre une baisse de 20,6% au quatrième trimestre 2009, tandis que la production nette locale de l'Office national d'électricité a augmenté de 10,5%.

En revanche, la croissance du secteur du BTP devrait marquer une décélération au cours des deux premiers trimestres 2010, impactée en cela par les intempéries ayant retardé l'avancement des travaux de construction et de renforcement de l'infrastructure. Les indicateurs liés au secteur confirment cette orientation, avec une baisse des ventes de ciment à fin mars de 2,1% en glissement annuel et un ralentissement du rythme de progression des crédits au secteur BTP de 46,7% au quatrième trimestre 2009 à 35% au premier trimestre 2010. La valeur ajoutée du secteur croîtrait de 2,9% au premier trimestre 2010 et connaîtrait une légère amélioration au deuxième trimestre pour se situer à 3,6%.

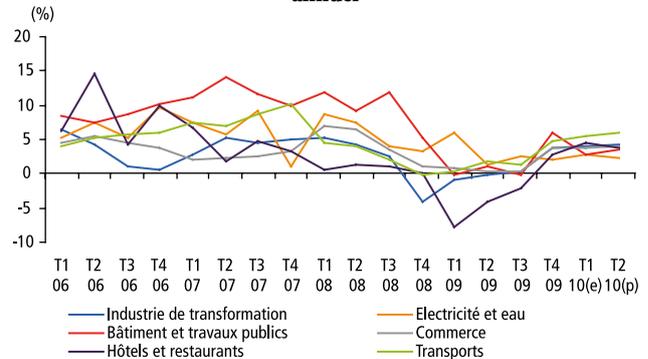
Au niveau des branches tertiaires, les principaux indicateurs de l'activité touristique ont été orientés à la hausse à fin mars 2010. Le flux touristique et les nuitées déclarées par les unités classées ont progressé respectivement de 16% et de 8%. De même, le taux d'occupation est passé

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



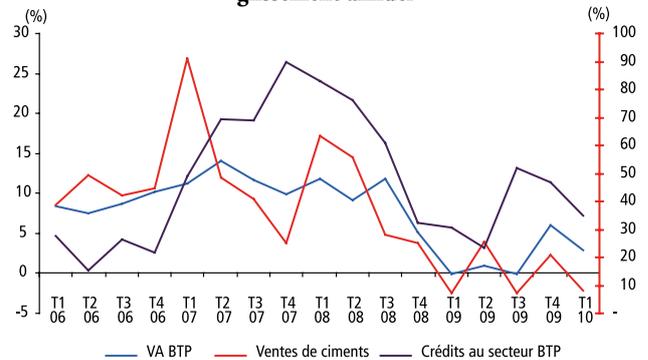
Sources : HCP et prévisions BAM

Graphique 1.5 : Evolution des valeurs ajoutées, en glissement annuel



Sources : HCP et prévisions BAM

Graphique 1.6 : Evolution de la valeur ajoutée du BTP, des ventes trimestrielles de ciment et des crédits au secteur BTP, en glissement annuel



Sources : APC et prévisions BAM

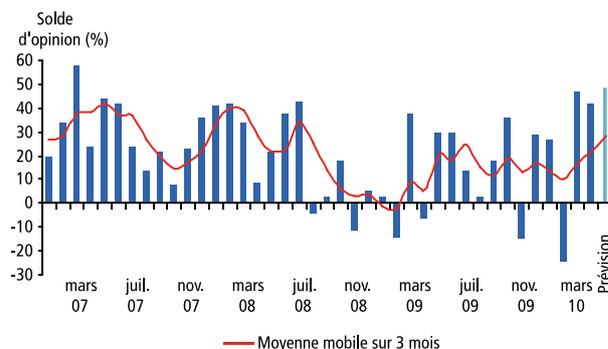
de 38% à 39% et les recettes de voyages se sont élevées à 10,3 milliards de dirhams, en hausse de 12,7% d'une année à l'autre. Dans le même temps, les valeurs ajoutées du transport et du commerce devraient connaître une progression au premier trimestre 2010, reflétant la reprise enregistrée au niveau des autres secteurs. La branche des postes et télécommunications, quant à elle, devrait croître de près de 2% après 0,3% au quatrième trimestre 2009, en liaison avec l'élargissement des parcs de la téléphonie fixe et mobile et de celui de l'Internet. Globalement, la valeur ajoutée des services, devrait augmenter de 4,5% au premier trimestre 2010.

1.2 Consommation

La consommation finale nationale devrait poursuivre son dynamisme en 2010, en liaison avec la bonne orientation aussi bien de la consommation des ménages que de celle publique.

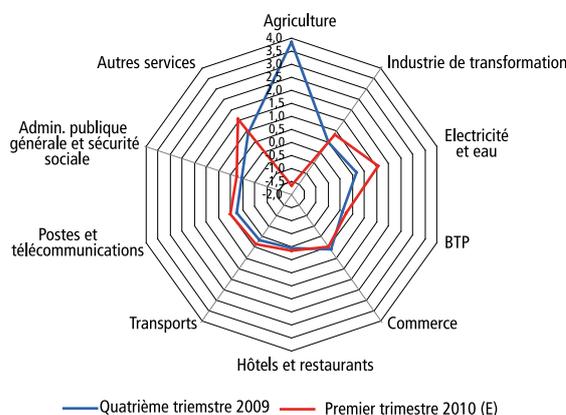
La stabilité des prix, la reprise des activités non agricoles et les allègements fiscaux devraient

Graphique 1.7 : Production industrielle passée et prévue



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

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



Sources : HCP, calculs et prévisions BAM

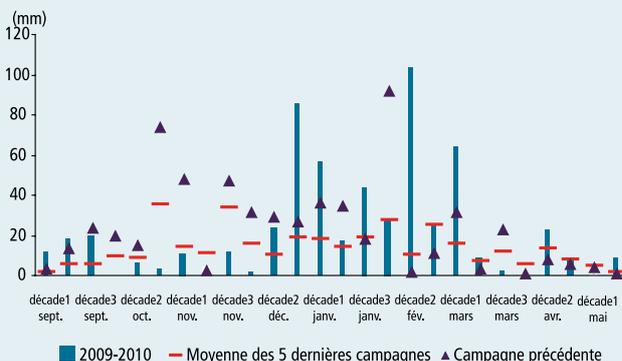
Encadré 1.1 : Prévision de la production céréalière en 2010 sur la base des données disponibles, arrêtées au 20 mai 2010

La campagne agricole actuelle s'est caractérisée par un retard important des précipitations qui n'ont commencé qu'à partir de la seconde décennie de décembre. Ce retard a eu pour conséquence, d'une part, une réduction de 8,2% des superficies emblavées par rapport à la campagne précédente et de 6% par rapport à la moyenne des cinq dernières campagnes et, d'autre part, un retard d'environ un mois dans le démarrage de la croissance des cultures en comparaison avec la saison passée dans la plupart des régions.

Le retour des précipitations a été marqué ensuite par leur abondance et leur concentration dans le temps causant d'importantes inondations dans plusieurs régions.

Selon les observations établies par le Centre royal de télédétection spatiale, à fin avril, la situation du

Graphique E 1.1 : Cumul décadaire des précipitations



Source : Direction de la météorologie nationale

couvert végétal est jugée similaire à légèrement excédentaire par rapport à la moyenne des dix dernières années dans la plupart des régions. Ces observations indiquent également le début de la tendance baissière de l'indice de végétation depuis le mois de mars dénotant l'amorce de la phase décroissante de l'activité chlorophyllienne. Ainsi, l'impact positif des précipitations enregistrées après cette période sera limité.

Au niveau national, le cumul pluviométrique de la campagne en cours est excédentaire de 67% par rapport à la moyenne des 5 dernières années. Au niveau régional, presque l'ensemble des régions observent la même situation excédentaire. Cependant, dans la plupart des régions, ce cumul reste déficitaire par rapport à la campagne précédente ayant connu des conditions exceptionnelles.

Par rapport à la dernière prévision établie dans le RPM de mars, l'appréciation globale de la campagne actuelle enregistre une légère amélioration.

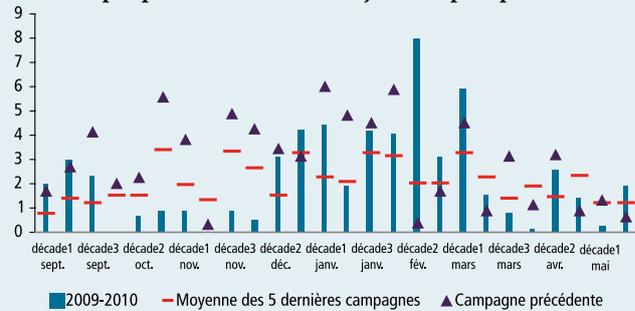
L'utilisation des données en fréquence décadaire relatives à neuf variables climatiques, permet d'affiner le modèle économétrique de prévision et la méthode de campagnes similaires. Ainsi, sur la base des données disponibles à la seconde décade de mai 2010, le modèle économétrique fournit une prévision de la production céréalière pour l'actuelle campagne de 76 millions de quintaux. Cette prévision englobe des productions de blé tendre et de blé dur respectivement de 38 et de 20 millions de quintaux, quantités en hausse de 44% et 30% et une production d'orge en quasi-stagnation par rapport aux moyennes des cinq dernières campagnes.

La méthode de campagne similaire, se basant sur la comparaison des conditions climatiques historiques, aboutit à une estimation de la production céréalière de 70 millions de quintaux englobant 24 millions de quintaux d'orge, 30 millions de quintaux de blé tendre et 16 millions de quintaux de blé dur.

L'application de la méthode basée sur l'indicateur pluviométrique conduit à une première prévision de la production céréalière au niveau national de l'ordre de 81,7 millions de quintaux.

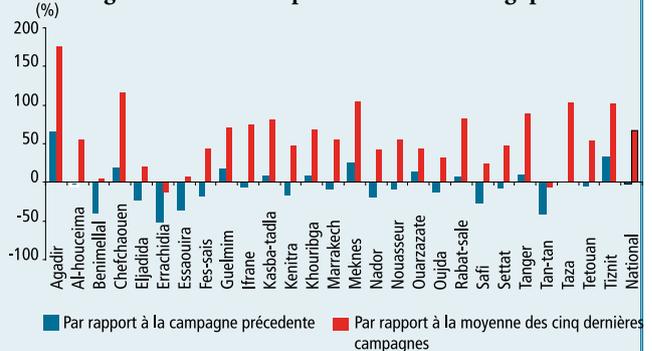
La prévision moyenne des trois méthodes s'établit à environ 76 millions de quintaux en hausse de 24% par rapport à la moyenne des cinq dernières campagnes.

Graphique E 1.2 : Nombre de jours de précipitations



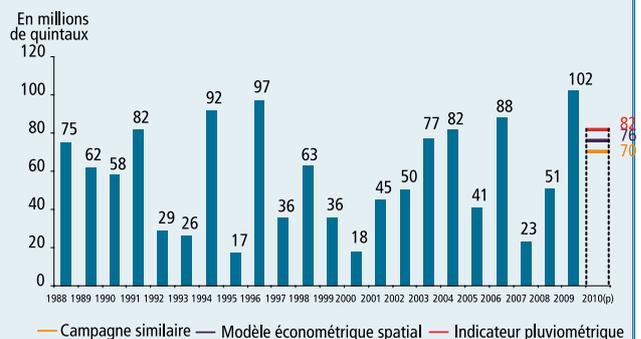
Source : Direction de la météorologie nationale

Graphique E 1.3 : Déficit pluviométrique de la campagne agricole 2009-2010 par station météorologique



Source : Direction de la météorologie nationale

Graphique E 1.4 : Evolution et prévisions de la production céréalière à la seconde décade de mai 2010



Sources : Ministère de l'agriculture et de la pêche maritime et calculs BAM

permettre une amélioration des revenus réels. Conjuguées aux bonnes performances de la campagne agricole actuelle et au redressement des transferts courants, ces évolutions devraient donner lieu à une croissance de la consommation des ménages aux alentours de 7% en termes réels et supérieure à 8% en termes nominaux.

S'agissant de la consommation publique, elle devrait progresser à un rythme comparable à celui de l'année précédente. Les données disponibles, à fin mars font ressortir une hausse de 8,5% des dépenses de fonctionnement contre 7,1% un an auparavant.

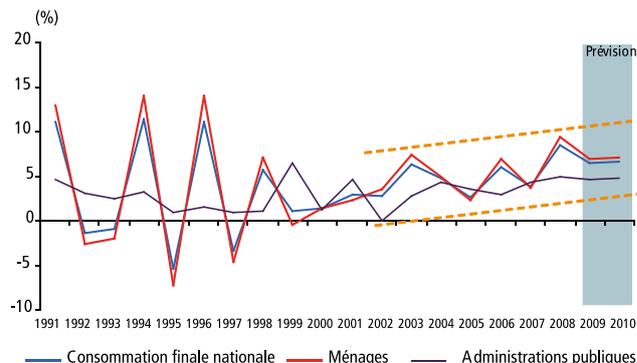
Au total, la consommation finale nationale devrait croître en 2010 à un rythme situé entre 6 et 7% en termes réels.

1.3 Investissement

Au terme de l'année 2009, l'investissement a connu un ralentissement au niveau de sa composante privée, en liaison avec le recul des investissements étrangers et la dégradation des conditions conjoncturelles, sous l'effet de la contraction de l'activité économique dans les principaux pays partenaires. Pour 2010, les perspectives sont globalement favorables comme en témoignent les différents indicateurs disponibles à fin avril.

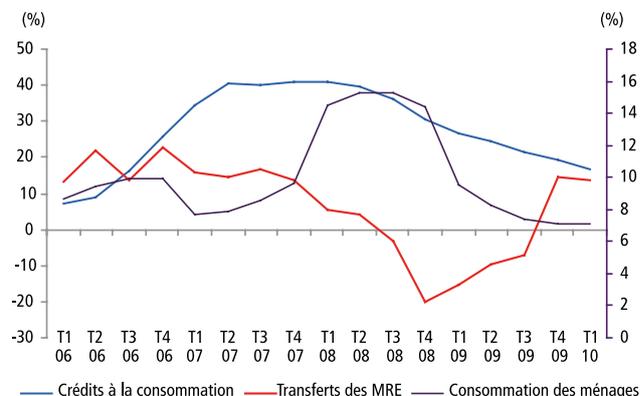
Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib du mois d'avril indiquent, outre la hausse de la production et du taux d'utilisation des capacités de production, une amélioration du climat général des affaires au niveau de l'ensemble des branches, à l'exception de ceux des industries du textile et du cuir. De plus, la croissance des crédits à l'équipement s'est maintenue à un rythme rapide au premier trimestre 2010, soit 25,5% en glissement annuel.

Graphique 1.9 : Evolution en volume de la consommation finale nationale



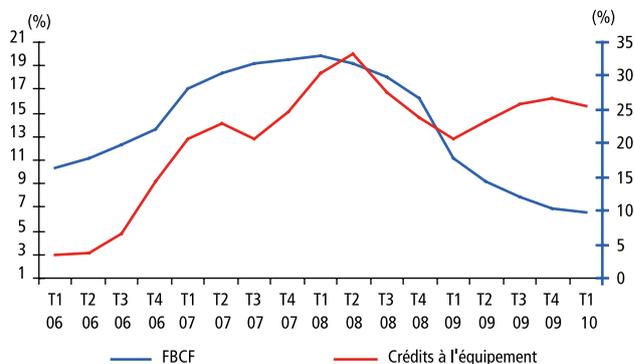
Sources : HCP, calculs et prévisions BAM

Graphique 1.10 : Evolution trimestrielle de la consommation des ménages, des crédits à la consommation, et des transferts des MRE, en glissement annuel



Sources : HCP, OC, calculs et prévisions BAM

Graphique 1.11 : Evolution trimestrielle de la formation brute de capital fixe et des crédits à l'équipement, en glissement annuel



Sources : HCP, calculs et prévisions BAM

Pour sa part, l'investissement public, qui aurait progressé de 21,9% en 2009, devrait légèrement ralentir, les données disponibles à fin mars ayant fait ressortir une croissance de 10,1% des dépenses d'investissement du Trésor.

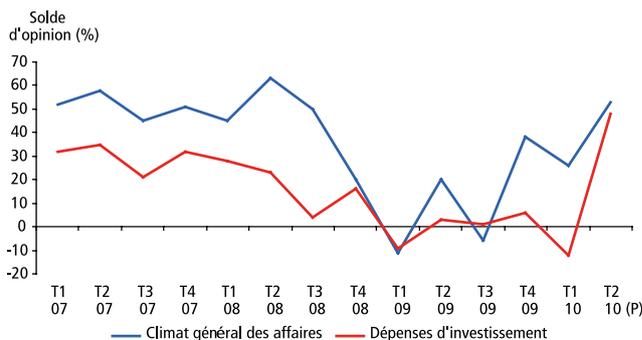
1.4 Commerce extérieur

A fin avril 2010, le déficit commercial s'est, de nouveau, aggravé en glissement annuel, sous l'effet notamment d'une hausse des importations, plus importante que celle des exportations.

En effet, la balance commerciale a dégagé, à l'issue des quatre premiers mois de l'année, un solde négatif de 6,9 milliards de dirhams, en augmentation de 15% par rapport à la même période de l'année précédente, contre une amélioration de 7,4% une année auparavant. Cette évolution résulte essentiellement de la progression de 12,6%, ou 10,5 milliards de dirhams, des importations. Les exportations se sont, pour leur part, inscrites en hausse de 9,7%, ou 3,6 milliards de dirhams. Le taux de couverture s'est ainsi établi à 43,2%, au lieu de 44,4% à l'issue de la même période de l'année précédente.

La progression des exportations est attribuable exclusivement à la hausse de 60,7% des expéditions de phosphates et dérivés. Les autres exportations se sont, en revanche, globalement inscrites en quasi-stagnation. Dans ce sous total, les exportations de vêtements confectionnés et d'articles de bonneterie ont accusé une baisse, respectivement, de 25% et 24,3%. Parallèlement, les ventes de fils et câbles pour l'électricité ont diminué de 59,7%. De même, les expéditions d'agrumes et celles de produits de la mer ont enregistré une régression, respectivement, de 3,4% et de 2,8%. Néanmoins, les ventes de composants électroniques et celles de conserves de légumes se sont accrues de 31,3% et 15,5%, respectivement.

Graphique 1.12 : Evolution du climat général des affaires et des dépenses d'investissement



Source : Enquête de conjoncture dans l'industrie de BAM

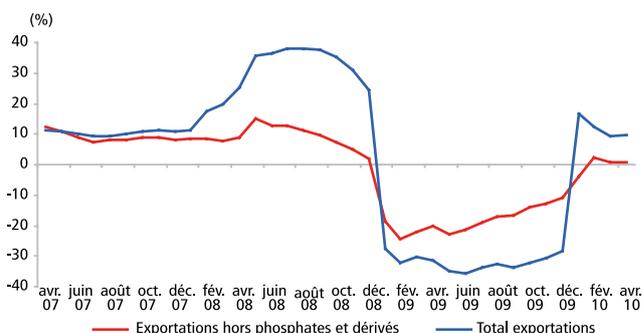
Tableau 1.2 : Evolution de la balance commerciale à fin avril 2010, en glissement annuel

(En millions de dirhams)	janv-avr.	janv-avr.	Variations	
	2009	2010*	Montant	%
Exportations globales	36 890,3	40 451,9	3 561,6	9,7
Exportations de phosphates et dérivés	5 431,5	8 728,2	3 296,7	60,7
Exportations hors phosphates et dérivés	31 458,8	31 723,7	264,2	0,8
Vêtements confectionnés	6 531,7	4 900,0	-1 631,7	-25,0
Articles de bonneterie	2 227,5	1 686,9	-540,6	-24,3
Composants électroniques	1066,9	1401,0	334,1	31,3
Agurmes	1 184	1 143,4	-40,6	-3,4
Conserves de légumes	474,0	547,3	73,3	15,5
Importations globales	83 159,2	93 669,2	10 510,0	12,6
Importations de produits énergétiques	13 949,6	21 176,8	7 227,2	51,8
Importations hors produits énergétiques	69 209,6	72 492,4	3 282,8	4,7
Produits alimentaires	9 024,9	8 836,1	-188,8	-2,1
Blé	2 690,3	1 802,6	-887,7	-33,0
Biens d'équipement	22 570,9	22 344,0	-226,9	-1,0
Biens de consommation	16 731,4	17 530,0	798,6	4,8
Déficit commercial	-46 268,9	-53 217,3	6 948,4	15,0

* Données provisoires

Source : OC

Graphique 1.13 : Evolution du total des exportations et des exportations hors phosphates, en glissement annuel



Source : OC

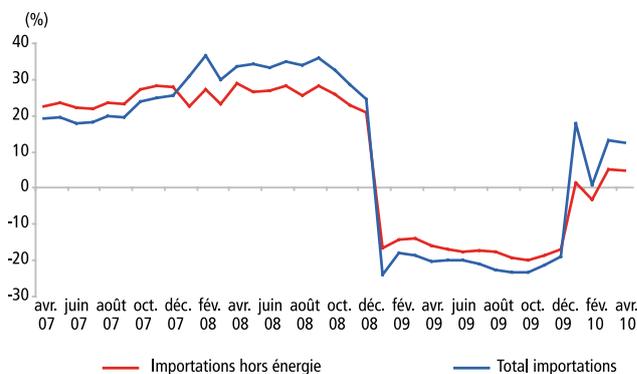
En regard, l'accroissement des importations s'explique principalement par l'alourdissement de 51,8% de la facture énergétique, qui s'est élevée à 21,2 milliards de dirhams, ainsi que par l'augmentation des achats de demi-produits, de produits finis de consommation et de produits bruts, respectivement, de 15,5%, de 4,8% et de 7,9%. Les acquisitions de produits alimentaires et de biens d'équipement ont, quant à elles, connu des baisses respectives de 2,1% et de 1%.

La forte hausse des importations de produits pétroliers est due à l'augmentation du prix moyen de la tonne importée de pétrole brut et du volume, respectivement, de 70,7% et de 22%. Le prix moyen de la tonne importée s'est établi à 4676 dirhams, contre 2740 dirhams pendant la même période de l'année dernière.

Les acquisitions de pétrole brut sont passées de 1435,2 milliers de tonne à 1751 milliers. De même, les achats de gasoil et fuel, ainsi que ceux de gaz de pétrole et autres hydrocarbures ont enregistré des hausses respectives de 25,7% et 60,5%. Hors énergie, les importations ont progressé de 4,7%, s'établissant à 72,5 milliards de dirhams. En effet, les acquisitions de demi-produits ont enregistré une hausse de 15,5%, attribuable pour l'essentiel aux achats de fer et acier, de produits chimiques et de matières plastiques, respectivement, de 18,8%, de 22,5% et de 15,3%. De même, les importations de biens de consommation se sont accrues de 4,8%, du fait de la hausse des importations de voitures

de tourisme, de médicaments et d'appareils récepteurs de 10,5%, de 9,2% et de 2,4%, respectivement. En revanche, les acquisitions de produits finis d'équipement ont régressé de 1%, sous l'effet de la contraction de 34,8% des achats des biens d'équipement agricoles. Les importations de produits finis industriels ont, en revanche, progressé de 1,1%. Enfin, les acquisitions de produits alimentaires ont accusé une baisse de 2,1%, liée principalement au recul d'un tiers des approvisionnements en blé.

Graphique 1.14 : Evolution du total des importations et des importations hors énergie, en glissement annuel



Source : OC

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

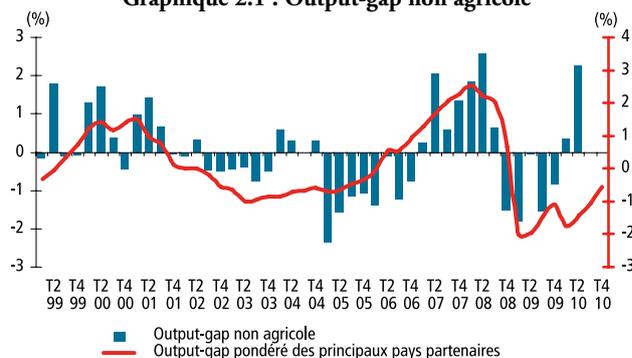
L'output gap non agricole a affiché de nouveau une valeur négative au cours du premier trimestre 2010 et devrait se situer légèrement au dessus de zéro durant le deuxième trimestre. Ces évolutions s'expliquent principalement par l'amélioration de la demande globale, attribuable au maintien de la vigueur de la demande interne et à la poursuite de la reprise progressive chez nos principaux pays partenaires. Néanmoins, les incertitudes entourant le rythme de cette reprise constituent un risque pesant sur la consolidation de la croissance des activités non agricoles au cours des prochains trimestres. S'agissant plus particulièrement du secteur industriel, le taux d'utilisation des capacités de production a progressé au cours des derniers mois, tout en restant légèrement inférieur à son niveau moyen observé avant le début de la crise. En matière d'emploi, le premier trimestre 2010 a enregistré une hausse de 0,4 point de pourcentage du taux de chômage global, recouvrant une hausse du taux de chômage urbain et une stabilité du taux de chômage rural. Quant aux indicateurs disponibles sur les salaires, ils font ressortir une légère hausse, en termes réels, des salaires privés. Globalement, l'analyse des différents indicateurs suggère l'absence de pressions significatives de la demande sur les prix au cours des prochains trimestres.

2.1 Tensions sur les capacités de production

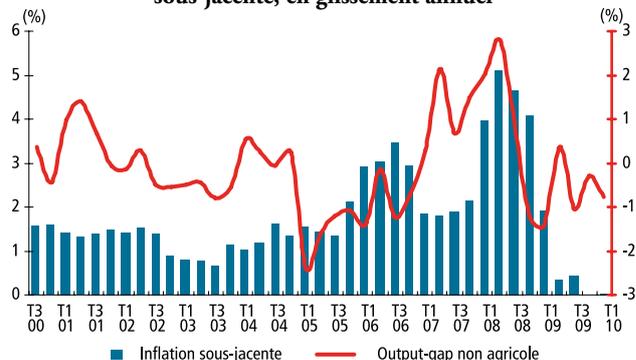
Sur la base des dernières données disponibles et des estimations de BAM, l'output gap a enregistré une valeur positive au deuxième trimestre 2010, reflétant le maintien de la vigueur de la demande interne et une nouvelle amélioration de l'environnement international. Toutefois, la moyenne sur quatre trimestres de cet indicateur demeure négative, laissant indiquer l'absence de pressions significatives de la demande. En outre, les perspectives d'évolution de la croissance non agricole, bien que favorables globalement, restent tributaires de l'impact éventuel des turbulences financières actuelles sur l'ampleur et la durabilité de la reprise chez les principaux partenaires européens.

Les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie de Bank Al-Maghrib, relatifs au mois d'avril, révèlent une augmentation du Taux d'Utilisation des Capacités de production (TUC) de deux points de pourcentage pour se situer à 73%, niveau qui reste légèrement inférieur à sa moyenne enregistrée avant le début de la crise.

Graphique 2.1 : Output-gap non agricole



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



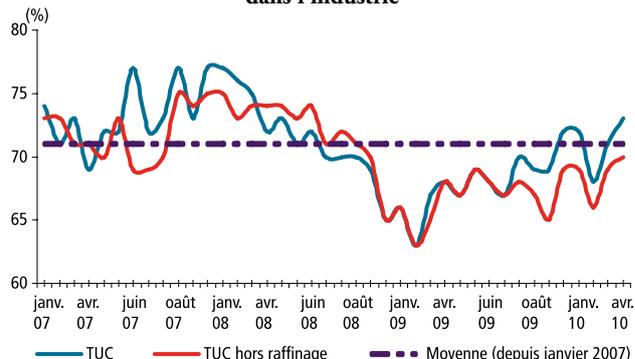
Sources : HCP et estimations BAM

Cette évolution semble refléter un certain raffermissement de la demande, mais peut également s'expliquer par l'effet du recul vraisemblable des capacités de production dans plusieurs branches industrielles durant la période de dégradation conjoncturelle entre le quatrième trimestre 2008 et le troisième trimestre 2009.

S'agissant de la productivité apparente du travail dans les activités non agricoles, qui est marquée par une forte volatilité en raison des fortes fluctuations, en rythme annuel, du PIB non agricole et de l'emploi urbain, elle s'est élevée à environ 113,6 au premier trimestre 2010, en progression de 5,2% en glissement annuel. Cette évolution est imputable à une hausse plus rapide du PIB non agricole comparativement à l'emploi urbain.

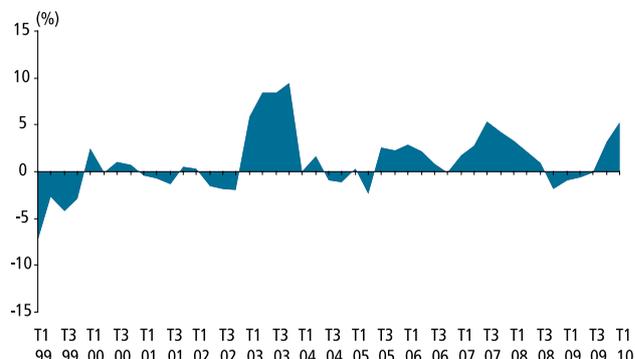
Les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie de Bank Al-Maghrib indiquent une progression du coût unitaire de production au cours du premier trimestre 2010, avec un solde d'opinion de 31%, en hausse de 12 points de pourcentage d'un trimestre à l'autre. Cette évolution a concerné l'ensemble des branches, particulièrement les industries électriques et électroniques. Les coûts des matières premières non énergétiques ont constitué la principale source de cet accroissement avec un solde d'opinion de 55%, en liaison avec l'orientation à la hausse des cours des matières premières au niveau international et des coûts de transport, suivi des coûts financiers avec un solde d'opinion de 34%. Au niveau sectoriel, outre les coûts des matières premières qui ont constitué la principale source de l'augmentation du coût unitaire de production dans toutes les branches, les coûts financiers ont été la deuxième source de hausse selon les opérateurs dans les industries chimiques et parachimiques, ainsi que dans les industries du textile et du cuir. Au niveau

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



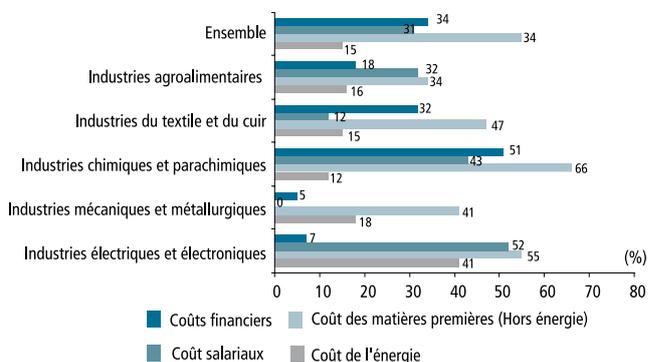
Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

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



Sources : HCP et estimations BAM

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



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

des industries électriques et électroniques et des industries agroalimentaires, le niveau des salaires a constitué le second facteur de hausse des coûts.

2.2 Tensions sur le marché du travail

La population active âgée de 15 ans et plus a atteint 11,44 millions de personnes au premier trimestre 2010, en hausse de 1% par rapport à la même période de 2009, recouvrant des augmentations aussi bien dans le milieu urbain que dans les zones rurales. En conséquence, le taux d'activité s'est établi à 49,9%, en repli de 0,4 point de pourcentage.

Parallèlement, la population active occupée s'est élevée à environ 10,3 millions d'individus au premier trimestre 2010, en progression de 0,7% en rythme annuel. En revanche, le taux d'emploi s'est replié de 0,5 point de pourcentage pour s'établir à 44,9%, en raison de la progression du nombre d'emplois à un rythme légèrement inférieur à celui de la population âgée de 15 ans et plus. Par milieu de résidence, le taux d'emploi a reculé de 0,4 point de pourcentage aussi bien en milieu urbain que rural, pour passer respectivement à 37,8% et à 55,4%.

Le marché d'emploi a connu la création de 118.000 postes et la perte de 40.000 postes, soit une création nette de 68.000 postes d'emplois, dont 60% d'emplois rémunérés. L'emploi non rémunéré s'est accru de son côté de 27.000 postes, avec une création de 42.000 postes en milieu rural et une perte de 15.000 postes en zones urbaines.

Au niveau sectoriel, les pertes nettes d'emploi au cours du premier trimestre 2010 qui se sont élevées à 26.000 postes, ont concerné le secteur des services et ce, pour la première fois depuis plusieurs années. En revanche, les principaux pourvoyeurs d'emplois sont le

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

En millions/en %	T1 - 2009			T1 - 2010		
	Urbain	Rural	Ens.	Urbain	Rural	Ens.
Population active et emploi						
Population active ⁽²⁾	5,94	5,39	11,33	6,05	5,40	11,44
Taux d'activité (en%) ⁽³⁾	44,5	58,6	50,3	44,3	58,1	49,9
Population active occupée	5,10	5,14	10,24	5,16	5,15	10,3
Taux d'emploi (en%) ⁽⁴⁾	38,2	55,8	45,4	37,8	55,4	44,9
Chômage						
Population active en chômage	838	252	1090	889	250	1139
Taux de chômage (en%) ⁽⁵⁾	14,1	4,7	9,6	14,7	4,6	10
Selon le diplôme						
. Sans diplôme	8,3	3,1	5,0	9,4	3,0	5,4
. Ayant un diplôme	18,8	13,7	17,8	19,0	12,8	17,7

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

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

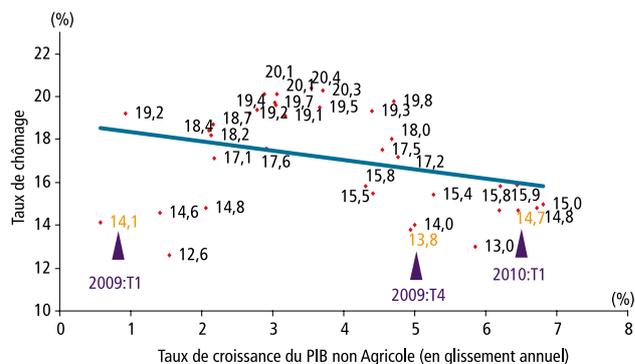
(3) Population active / Population totale

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

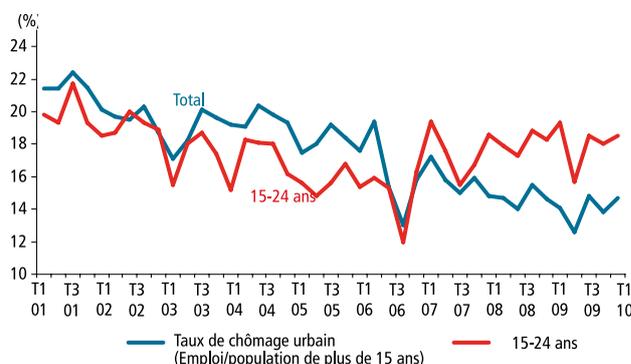
(5) population active en chômage / Population active âgée de 15 ans et plus

Source : HCP

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



Graphique 2.7 : Taux de chômage en milieu urbain



Source : HCP

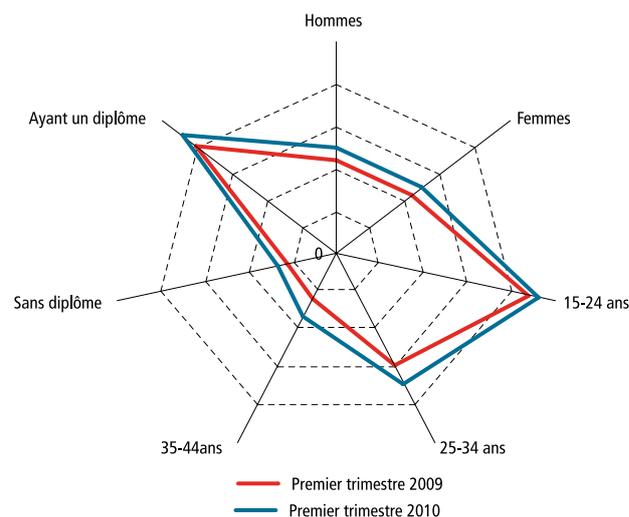
secteur "Agriculture, forêt et pêche" avec une création nette de 43.000 postes, suivi du secteur du BTP avec 31.000 nouveaux postes, toutefois en décélération significative par rapport au rythme observé durant les dernières années. Le secteur industriel, quant à lui, a connu pour la première fois depuis la fin de l'année 2008 une création nette d'emploi, avec 11.000 nouveaux postes.

Cette évolution est corroborée par les résultats de l'enquête de conjoncture dans l'industrie de BAM qui ont révélé une augmentation de l'effectif d'un trimestre à l'autre avec un solde d'opinion de 13%. Cette évolution recouvre un renforcement du personnel dans les industries électriques et électroniques et les industries chimiques et parachimiques, une quasi-stabilité dans les industries agro-alimentaires, ainsi qu'une baisse des effectifs dans les autres branches. A court terme, et selon les chefs d'entreprise enquêtés, l'effectif global employé dans le secteur industriel devrait progresser dans toutes les branches, sauf dans celle du textile et du cuir.

Au total, le taux de chômage global s'est établi à 10% au premier trimestre 2010, en hausse de 0,4 point de pourcentage, en liaison avec l'accroissement de 0,6 point de pourcentage du taux de chômage urbain qui s'est établi à 14,7%, le taux de chômage en milieu rural ayant quasiment stagné à 4,6%. La hausse du taux de chômage urbain a concerné les tranches d'âge 25-34 ans (+0,8 point de pourcentage), 35-44 ans (+1,3 point de pourcentage) et 45 ans et plus (+0,4 point de pourcentage), tandis que celui de la tranche d'âge 15-24 ans a marqué une baisse de 0,4 point de pourcentage.

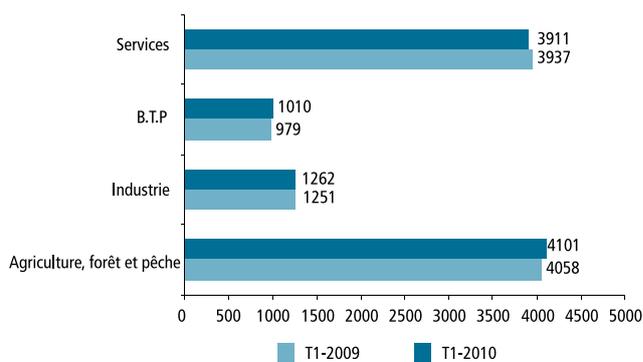
Au niveau du coût salarial, le rythme d'augmentation du coût unitaire du travail relatif (CUTR) du secteur manufacturier reste supérieur à celui des gains de productivité. En

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



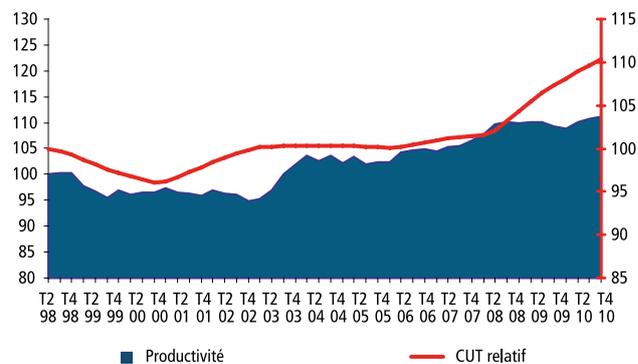
Source : HCP

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



Source : HCP

Graphique 2.10: Coût unitaire du travail relatif et productivité apparente du travail T1 1998-T4 2010

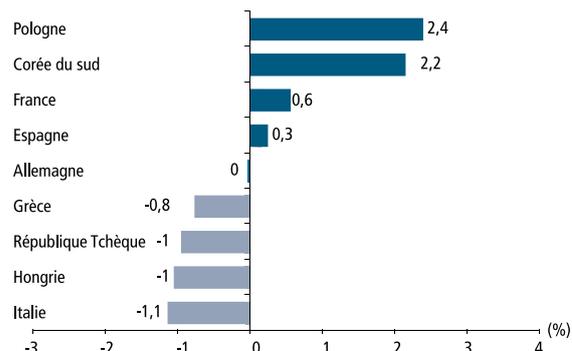


Sources : Datastream et Calculs BAM

effet, le CUTR a connu une hausse de 2,8% en comparaison avec le même trimestre de l'année précédente. De même, la progression du CUTR marocain au quatrième trimestre 2009 a dépassé celle de la Pologne, de la France et de l'Espagne respectivement de 2,4%, de 0,6% et de 0,3%. Il a par contre augmenté légèrement moins vite que celui de la République Tchèque, de la Hongrie, de la Grèce et de l'Italie.

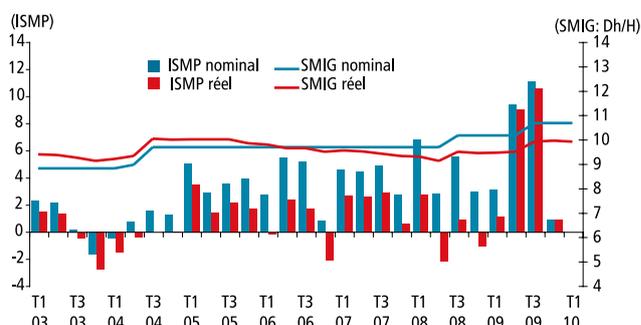
Parallèlement, l'Indice des Salaires Moyens du secteur Privé (ISMP), calculé sur la base des données de la CNSS, a enregistré durant le quatrième trimestre 2009 une hausse de 0,9% aussi bien en termes nominal que réel, après la forte progression de 11,6% au troisième trimestre 2009, liée probablement à la deuxième revalorisation du SMIG (+5%) intervenue le 1er juillet 2009. Cette hausse est corroborée par les résultats de l'enquête de conjoncture dans l'industrie de BAM qui indiquent une augmentation des coûts salariaux au cours du premier trimestre 2010, avec un solde d'opinion de 31%, en augmentation de 20 points de pourcentage, en particulier dans les industries électriques et électroniques et les industries chimiques et parachimiques. Le SMIG est resté stable en nominal et s'est légèrement déprécié en termes réels.

Graphique 2.11: Compétitivité-coûts du Maroc
Variation des coûts unitaires de la main-d'oeuvre du secteur manufacturier marocain par rapport à d'autres pays, T4 2008-T4 2009



Sources : Datastream et calculs BAM

Graphique 2.12: Variation de l'indice des salaires moyen dans le secteur privé (ISMP) et du SMIG en termes nominal réel, en glissement annuel



Sources : CNSS, Ministère de l'emploi, calculs et estimations BAM

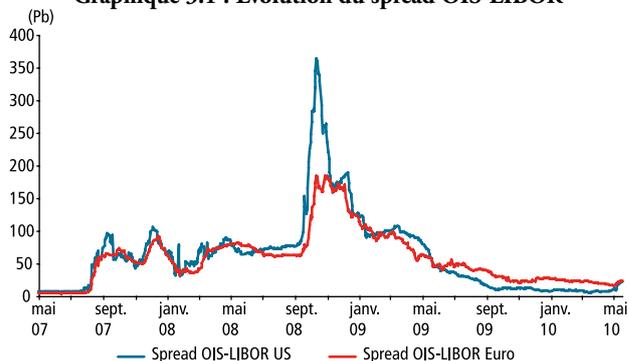
3. ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL ET PRIX À L'IMPORTATION

Les difficultés sur le marché de la dette souveraine dans la zone euro ont sensiblement entravé le processus de normalisation des conditions financières entamé depuis le début de l'année 2009. Dans ce contexte, des tensions ont été observées au niveau des marchés interbancaires et obligataires de la zone euro, alors que les principaux indices boursiers ont marqué des baisses. En conséquence, l'euro a connu une dépréciation marquée face aux principales devises, pâtissant d'un mouvement de fuite des investisseurs vers les valeurs refuges comme le dollar. Face à l'ampleur des risques pesant sur la stabilité financière et sur la durabilité de la reprise économique, encore fragile, les Etats membres de la zone euro et le Fonds monétaire international ont convenu d'un plan de grande envergure dont l'objectif est d'apporter un soutien financier aux Etats en difficulté sur le plan de leurs finances publiques. En outre, la BCE a réinstauré ses mesures non conventionnelles et, pour la première fois, a effectué des achats de titres de dettes publiques sur le marché secondaire afin de stabiliser les taux d'intérêt. Selon les données les plus récentes, ces turbulences financières n'ont pas encore impacté sensiblement le secteur réel, les chiffres de croissance et les indicateurs mensuels coïncidents et avancés ayant confirmé de nouveau le renforcement de la croissance de l'économie mondiale au premier semestre de l'année 2010. Le redressement de l'activité économique demeure particulièrement marqué dans les pays émergents, notamment d'Asie, ainsi que dans les principaux pays d'Amérique latine où la croissance a connu un net regain de vigueur. Aux Etats-Unis, le rebond de l'activité observé depuis le troisième trimestre de 2009, s'est poursuivi, tandis que le redressement conjoncturel demeure modéré dans la zone euro où, en dépit de l'amélioration des indicateurs à haute fréquence depuis plusieurs mois, la reprise reste lente et différenciée selon les pays. Dans ce contexte d'amélioration globale des fondamentaux économiques, les déséquilibres des finances publiques, ainsi que les mesures d'austérité budgétaire décidées par certains Etats, sont venus s'ajouter aux facteurs de risques identifiés précédemment quant à la durabilité de la reprise, notamment la persistance d'un niveau de chômage élevé et la faiblesse du crédit dans les pays avancés. Toutefois, les dernières projections des organismes internationaux, notamment le Fonds Monétaire International et la Commission européenne, tout en intégrant ces différentes sources d'incertitudes, ont de nouveau fait ressortir des révisions à la hausse de la croissance pour les années 2010 et 2011 dans les principales économies émergentes et avancées, à l'exception de la zone euro. Au niveau de l'inflation mondiale, les prix à la consommation ont marqué en avril 2010 une nouvelle hausse en glissement annuel. Au total, les évolutions récentes à l'échelle internationale ne laissent pas indiquer de nouvelles accentuations des risques inflationnistes d'origine externe pour l'économie marocaine, mais font émerger de nouveaux risques quant au rythme de dissipation du choc défavorable de demande extérieure, notamment au niveau de l'Europe notre principal partenaire.

3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde

De nouvelles tensions ont marqué les marchés financiers de la zone euro et, dans une moindre mesure, ceux des autres pays avancés et émergents. Ces perturbations s'expliquent par la défiance grandissante des opérateurs à l'égard de la situation des finances publiques des pays périphériques de la zone euro, et par la multiplication des craintes quant à une extension de la crise grecque au reste des pays européens. S'agissant de la conjoncture économique mondiale, la reprise se confirme mais continue d'avoir comme principal moteur le dynamisme des économies émergentes.

Graphique 3.1 : Evolution du spread OIS-LIBOR



Source : Datastream

3.1.1 Conditions financières

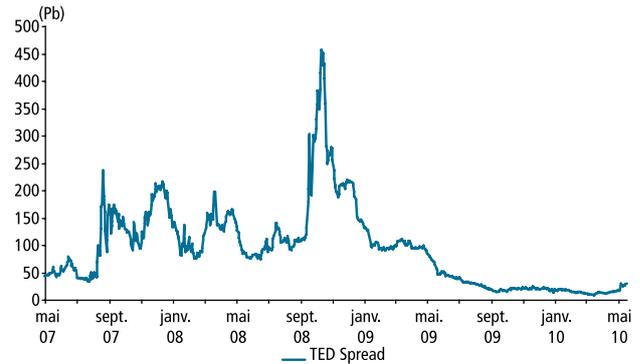
Les marchés monétaires ont été les plus affectés par la dégradation de la situation budgétaire des pays périphériques et ce, malgré l'abondance des liquidités injectées par les Banques centrales. En effet, le spread OIS-libor de la zone euro est passé de 16,9 points de base en avril 2010 à 23,7 points en mai et celui des Etats-Unis de 11,5 points de base à 23,5 points sur la même période, s'éloignant ainsi considérablement de leurs niveaux d'avant crise, soit 3 points de base et 7 points respectivement en 2006 et rompant aussi avec la tendance à la stabilisation dans laquelle ils s'étaient inscrits depuis le début de 2009.

De même, au niveau des marchés obligataires, l'évolution des spreads de financement a connu des évolutions défavorables. En effet, les rendements des obligations d'Etat sont restés à des niveaux nettement élevés, avec toutefois une légère baisse suite à la mise en place d'un vaste plan de soutien financier, d'un montant global de 750 milliards d'euros, conjointement par les 27 pays de l'Union européenne, la Banque centrale européenne et le FMI, au début du mois de mai. Ainsi, les taux de rendements des obligations d'Etat à 10 ans de la Grèce, du Portugal et de l'Irlande ont baissé, en mai 2010, pour atteindre respectivement 7,83%, 4,59% et 4,65% alors qu'ils étaient à 9,02%, 5,17% et 5,18%, un mois auparavant.

Suite à l'adoption du « Mécanisme européen de stabilisation financière », les CDS des pays périphériques de la zone euro ont marqué une baisse, mais ont repris, par la suite, leur mouvement haussier. A l'opposé, les CDS des pays émergents sont restés à des niveaux largement bas en glissement annuel, soit 121 points de base sur les cinq premiers mois de 2010 au lieu de 339 points en 2010, mais ont marqué une légère hausse, depuis le début du mois de mai, affectés par l'aversion accrue aux risques occasionnés par les turbulences financières dans la zone euro.

Les marchés boursiers des économies avancées et émergentes ont également pâti des turbulences financières dans la zone euro, les principaux indices boursiers des économies avancées ayant

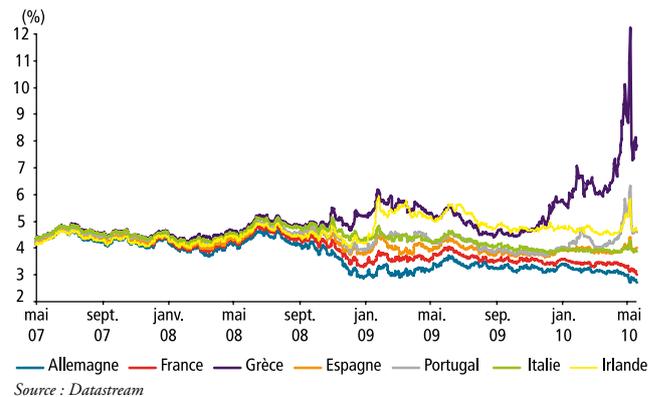
Graphique 3.2 : Evolution du TED spread¹



Source : Datastream

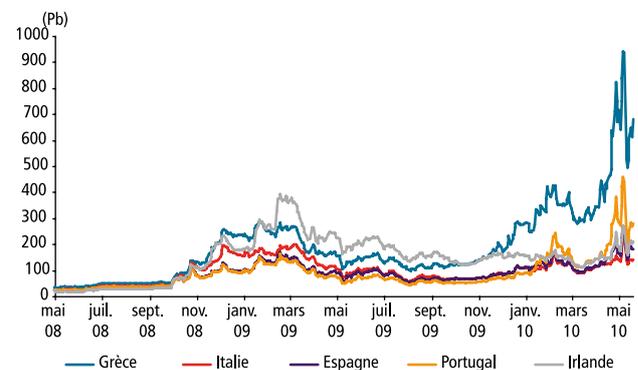
¹ Le TED spread représente un risque de crédit et correspond à l'écart de taux d'intérêt entre les titres courts émis par le Trésor américain (trois mois) et les prêts interbancaires à 90 jours en dollars américains.

Graphique 3.3 : Evolution des taux de rendements des obligations d'Etat à 10 ans dans la zone euro



Source : Datastream

Graphique 3.4 : Evolution des CDS² dans les pays périphériques de la zone euro



Source : Datastream

² 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.

accusé des baisses allant de 3% à 8,7% en mai 2010 par rapport au mois précédent. Ceux des économies émergentes ont globalement diminué de 7%, en mai 2010, comme en atteste l'évolution de l'indice MSCI EM¹.

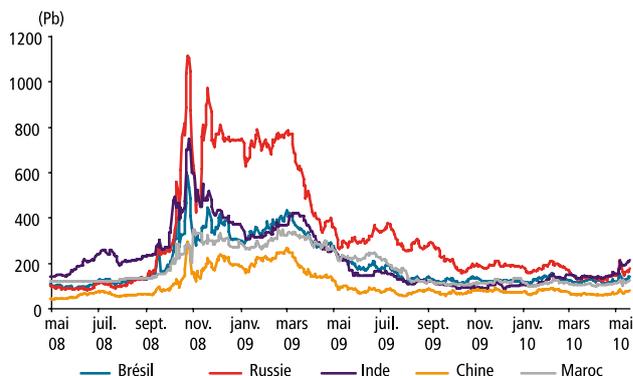
Pour sa part, le rythme de variation du crédit reste négatif dans les économies avancées et ce, depuis le mois de septembre 2009, mais a connu une certaine atténuation, revenant entre février et mars 2010 de -0,4% à -0,2% dans la zone euro et de mars à avril 2010 de -5,2% à -4,7% aux Etats-Unis, en glissement annuel.

Sur les marchés de change, l'euro a poursuivi sa dépréciation en liaison avec les mouvements de fuite vers les devises refuges notamment le dollar. Ainsi, la monnaie unique s'échangeait à 1,22 dollar le 24 mai 2010, soit son plus bas niveau depuis quatre ans et a accusé en mai 2010, une baisse moyenne de 5,6% vis-à-vis du dollar, de 6,2% contre le yen japonais et de 2,2% par rapport à la livre sterling, en rythme mensuel.

Dans ce contexte, la Banque centrale européenne (BCE) a opéré des modifications sur le plan opérationnel afin de stabiliser les marchés financiers au niveau de la zone euro, en suspendant son calendrier de retrait des mesures de crise et en réintroduisant ses opérations de refinancement à long terme (ORLT). Elle a également pris une décision sans précédent d'achat des titres de dette publique sur le marché secondaire afin d'atténuer les tensions sur les taux pour les pays les plus touchés, notamment la Grèce, l'Irlande et le Portugal.

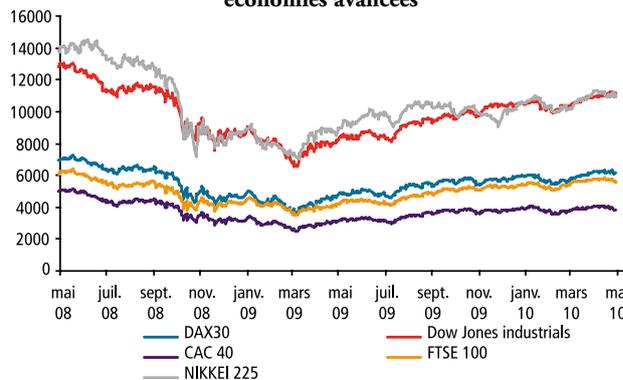
A contrario, la FED a décidé, dans le cadre de ses mesures de sortie de crise, d'officialiser son nouvel outil de politique monétaire le « Term deposit facility » ou facilité de dépôt à terme. Cette dernière, mise en place le 28 décembre 2009, consiste en des dépôts à terme rémunérés dans le but d'absorber une partie des réserves excédentaires du système bancaire américain.

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



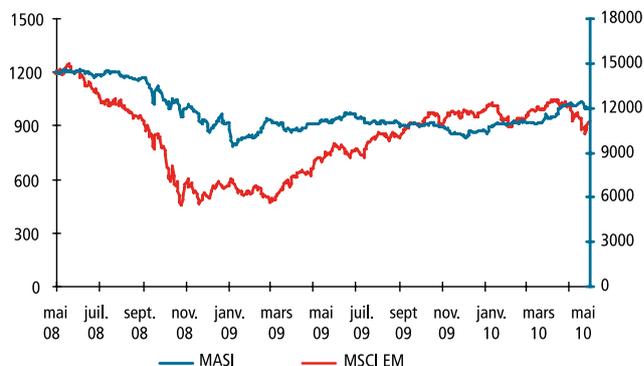
Source : Datastream

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

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

Globalement, malgré le redressement prévu de la conjoncture économique mondiale, la stabilité financière restera soumise à des facteurs d'inquiétude quant à la viabilité des finances publiques des économies avancées qui pourrait accentuer les tensions sur les marchés financiers et nuire à la reprise du crédit au secteur privé. En outre, l'afflux de capitaux privés vers les économies émergentes surtout d'Asie et d'Amérique Latine pourrait favoriser la constitution de bulles des prix des actifs.

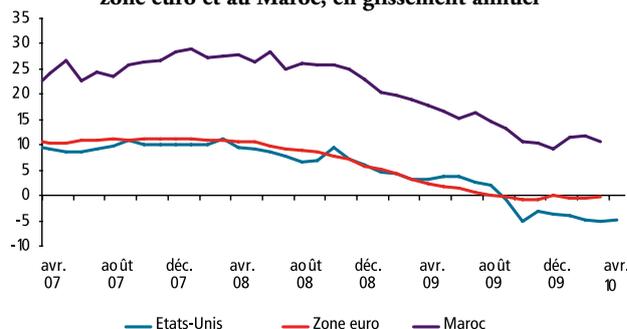
Le Maroc, resterait à l'abri des perturbations financières, au vu de la faible dépendance du Trésor et des agents privés à l'égard du financement à l'extérieur, mais également grâce à la nette différence entre le profil d'évolution de ses finances publiques et de celui des pays européens touchés par la crise. Cependant, la principale source de risques émanerait des effets éventuels des difficultés financières sur les perspectives de croissance économique chez les principaux pays partenaires.

3.1.2 Activité économique dans le monde

Les derniers indicateurs de la conjoncture internationale indiquent un renforcement de la croissance de l'économie mondiale au premier trimestre de l'année. La reprise demeure tirée principalement par une forte expansion de l'activité dans les pays émergents notamment en Asie et dans les principaux pays d'Amérique latine, où la croissance a connu une accélération à la faveur du dynamisme de la demande tant interne qu'externe. Dans les pays avancés, le redressement conjoncturel se poursuit aux Etats-Unis, tandis qu'il reste modeste dans la zone euro.

Au premier trimestre 2010, la croissance économique a continué d'être particulièrement vigoureuse dans les pays émergents d'Asie et d'Amérique Latine notamment en Chine, en Inde et au Brésil où l'activité a connu un net essor. Ainsi en Chine, la hausse du PIB en glissement annuel au premier trimestre 2010 a atteint 11,9%, après 10,7% le trimestre précédent.

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



Source : Datastream

Tableau 3.1 : Evolution de la croissance dans le monde

	Projections					
	Banque mondiale		OCDE*		FMI*	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011
PIB mondial	2,7	3,2	-	-	4,2	4,3
Etats-Unis	2,5	2,7	3,2	3,2	3,1	2,6
Zone euro	1	1,7	1,2	1,8	1	1,5
Allemagne	1,6	1,9	1,9	2,1	1,2	1,7
France	1,6	1,9	1,7	2,1	1,5	1,8
Italie	0,8	1,4	1,1	1,5	0,8	1,2
Espagne	-0,6	1	-0,2	0,9	-0,4	0,9
Royaume Uni	1	1,8	1,3	2,5	1,3	2,5
Chine	9,0	9,0	11,1	9,7	10	9,9
Inde	7,5	8	8,3	8,5	8,8	8,4
Brésil	3,6	3,9	6,5	5,0	4,7	3,7
Russie	3,2	3	5,5	5,1	3,6	3,4

* Banque Mondiale janvier 2010, OCDE mai 2010 et FMI avril 2010

Sources : FMI, Banque mondiale et OCDE

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

	2008		2009			2010
	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Etats-Unis	-1,9	-3,3	-3,8	-2,6	5,6	3,2
Zone euro	-1,9	-5,0	-4,9	-4,1	-2,2	0,5
France	-2	-3,9	-3,2	-2,6	-0,4	1,2
Allemagne	-1,8	-6,7	-5,8	-4,8	-2,2	1,5
Italie	-3,3	-6,5	-6,1	-4,7	-2,8	0,6
Espagne	-1,2	-3,3	-4,2	-4	-3,1	-1,3
Chine	6,8	6,2	7,9	9,1	10,7	11,9

Sources : Eurostat, Datastream et Département Américain du commerce

Aux Etats-Unis, le redressement de l'activité s'est poursuivi au premier trimestre 2010, avec une progression du PIB de 3,2% en rythme annuel, après celle de 5,6% le trimestre précédent, en liaison avec la hausse des dépenses de consommation des ménages et des investissements des entreprises.

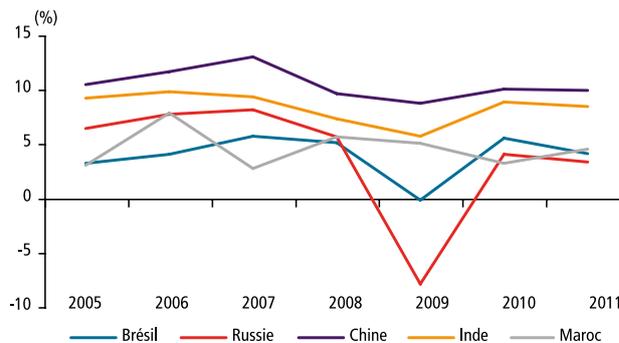
Dans la zone euro, malgré une amélioration des indicateurs à haute fréquence observée depuis le mois de juillet 2009, la reprise demeure relativement lente. Le PIB au premier trimestre 2010 a en effet connu une progression limitée à 0,5% en glissement annuel, après une baisse de 2,2% au trimestre précédent, reflétant un certain dynamisme des exportations, dans un contexte de faiblesse de la demande interne. En effet, la persistance d'un niveau chômage élevé dans certains pays de la zone, les conditions de crédit qui restent encore difficiles et l'apparition des turbulences récentes sur les marchés financiers sont autant de facteurs qui affectent le rythme de la reprise dans la zone euro.

Concernant les principaux partenaires du Maroc, l'Espagne et l'Italie, ont enregistré une variation du PIB de -1,3% et de 0,6% respectivement en glissement annuel. Quant à l'Allemagne et la France, elles ont affiché une hausse du PIB de 1,5% et de 1,2%.

Les indicateurs à haute fréquence les plus récents, indiquent une progression de l'activité économique dans les principaux pays avancés, accompagnée d'un renforcement des anticipations d'amélioration conjoncturelle à court terme.

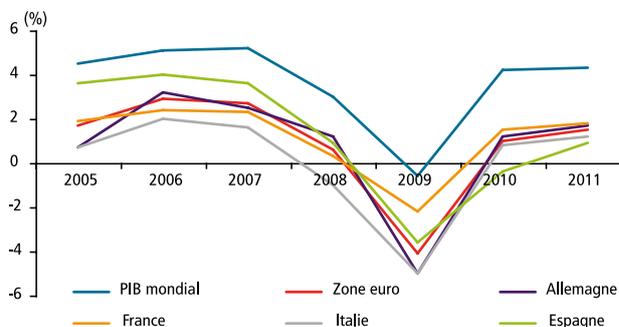
Dans la zone euro, l'indice de la production manufacturière a marqué une hausse en avril, à 57,6 points soit son plus haut niveau depuis juin 2006, au lieu de 56,6 en mars, en hausse de 56,5% en rythme annuel. L'indice PMI manufacturier de la zone euro, a enregistré quant à lui sa plus forte croissance depuis août 2007, pour s'établir à 57,3 en avril après 55,9 en mars, soit une augmentation de 36% en variation annuelle. En outre, selon les dernières données disponibles, l'indice composite avancé des principaux partenaires européens de l'économie nationale,

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



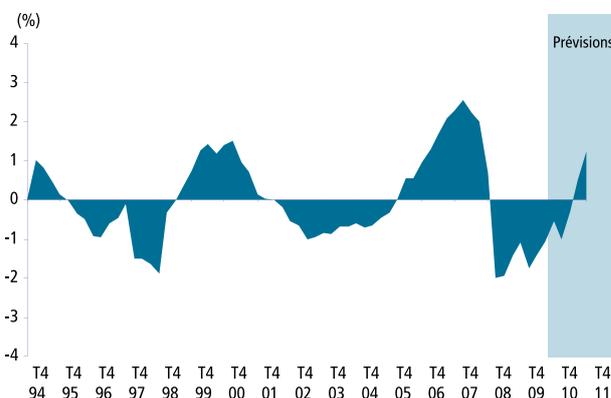
Source : FMI

Graphique 3.9 : 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

s'est établi à 95,5 au quatrième trimestre contre 97,5 le trimestre précédent.

Aux Etats-Unis, l'indice PMI manufacturier a atteint son plus haut niveau depuis juillet 2004, ressortant à 60,4 en avril 2010 au lieu de 59,6 le mois précédent, soit une hausse de 1,3%. De même, l'indice composite avancé de l'enquête du Conference Board, a connu une progression meilleure que prévu en avril, culminant à 57,9 points après 52,5 en mars.

En dépit des améliorations ainsi observées, le taux de chômage se maintient à des niveaux élevés. Ainsi, aux Etats-Unis il est passé en avril à 9,9% au lieu de 9,7% le mois précédent tandis que dans la zone euro, il est resté stable en mars 2010 à 10%, avec notamment un taux de 10,1% en France et un maximum de 19,1% enregistré en Espagne.

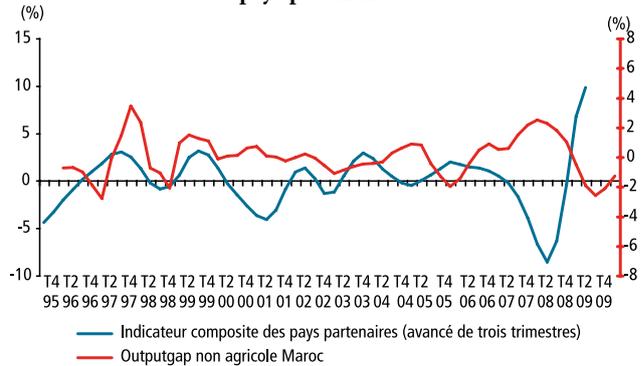
Au niveau des perspectives pour les prochains trimestres, les projections de l'économie mondiale d'avril 2010 du FMI, font ressortir une amélioration globale par rapport aux prévisions publiées en janvier 2010.

S'agissant de la zone euro, le FMI intègre des facteurs d'incertitude quant à l'ampleur de la reprise en prévoyant une hausse du PIB de 1% en 2010, similaire à celle prévue en janvier dernier et en abaissant les prévisions pour l'année 2011 de 1,6% à 1,5%. Pour sa part, la Commission européenne table sur le même taux de croissance en 2010 mais prévoit une hausse du PIB de l'ordre de 1,75% en 2011.

Pour les principaux partenaires du Maroc, les projections du FMI indiquent une hausse du PIB de 1,5% et de 1,8% en 2010 et 2011 en France, de 1,2% et 1,7% en Allemagne et 0,8% et 1,2% en Italie. S'agissant de l'Espagne, le PIB devrait se contracter de 0,4% avant de connaître une hausse de 0,9% en 2011.

Pour les Etats-Unis, le FMI prévoit une croissance de 3,1% et de 2,6% en 2010 et 2011 (contre 2,7% et 2,4% en janvier dernier). S'agissant du Japon, le FMI prévoit 1,9% et 2,0% en 2010 et 2011 (contre 1,7% et 2,2% auparavant). Dans les pays émergents d'Asie, le PIB chinois devrait

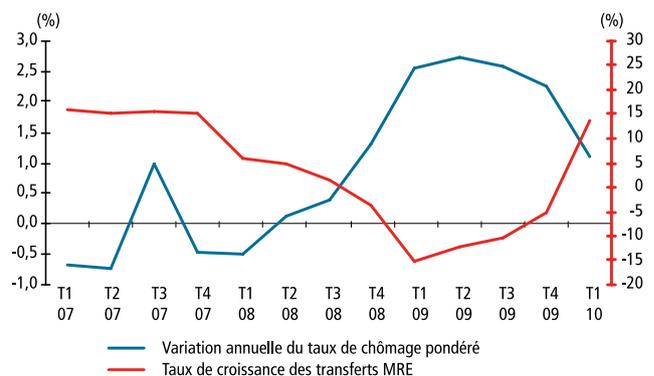
Graphique 3.12 : Indicateur composite avancé pondéré des pays partenaires*



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

Sources : OCDE et calculs BAM

Graphique 3.13 : 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

Tableau 3.3 : Evolution récente de l'inflation dans le monde, en glissement annuel

	avr.	fév.	mars	avr.	Prévisions	
	2009	2010	2010	2010	2010	2011
Etats-Unis	-0,7	2,1	2,3	2,2	2,1	1,7
Zone euro*	0,6	0,9	1,4	1,5	1,1	1,3
Allemagne	-0,2	0,4	0,9	0,8	0,9	1,0
France	0,1	1,3	1,6	1,7	1,2	1,5
Espagne	1,2	0,3	0,8	1,0	1,2	1,0
Italie	0,6	0,7	1,0	1,3	1,4	1,7
Japon	0,0	-1,9	-1,7	-1,3	-1,4	-0,5
Chine	-1,5	0,6	1,9	1,5	3,1	2,4

(*) Indices harmonisés

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

croître de 10% en 2010 et de 9,9% en 2011, tandis que la croissance en Inde est prévue à 8,8% et à 8,4% respectivement en 2010 et 2011. Pour le Maroc, le FMI table sur une croissance de 3,2% en 2010 et 4,5% en 2011.

Les dernières projections économiques à fin mai 2010 de l'OCDE, tablent quant à elles pour les Etats-Unis, sur une croissance de 3,2% pour 2010 et 2011 (au lieu de 2,5% et 2,8% estimés dans les précédentes prévisions de novembre 2009). Pour la zone euro, l'OCDE prévoit une hausse du PIB de 1,2% et 1,8% respectivement en 2010 et 2011 (contre 0,9% et 1,7% prévus en novembre dernier).

3.2 Inflation dans le monde

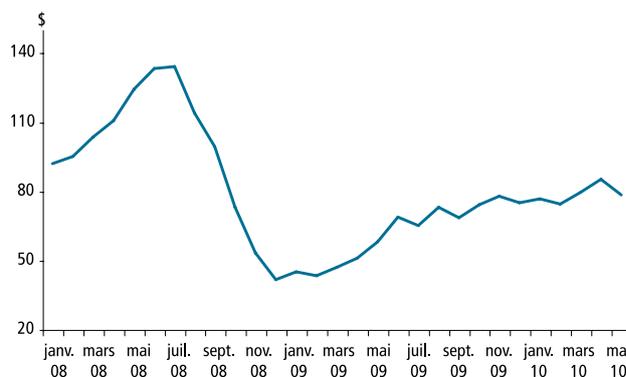
Dans un contexte international caractérisé par un redressement de l'activité économique et par la reprise de la hausse des prix des matières premières, les dernières données d'avril 2010 font ressortir une poursuite de la hausse de l'inflation observée depuis novembre dernier dans la majorité des pays avancés et émergents (Tableau 3.3).

Ainsi, l'inflation dans la zone euro a atteint 1,5% en avril après 1,4% le mois précédent. Dans les pays partenaires, comme en Italie et en Espagne, l'inflation s'est établie respectivement à 1,3% et 1%, au lieu de 1% et 0,8% le mois précédent. En France, l'inflation s'est inscrite en hausse de 1,7% au lieu de 1,6% le mois précédent, tandis qu'en Allemagne, elle est revenue à 0,8% au lieu de 0,9%.

S'agissant des perspectives d'inflation, les prévisions d'avril 2010 du FMI, font état d'une hausse des prix dans les pays avancés de 1,5% et de 1,4% en 2010 et 2011. Dans les pays émergents et en développement, l'inflation atteindrait 6,2% en 2010 et 4,7% en 2011. Pour le Maroc, le FMI table sur une inflation à 2% en 2010 et à 2,6% en 2011, tandis que les dernières prévisions de BAM font ressortir une inflation à 1,2% en 2010 et 1,9% en 2011.

A moyen terme, et au vu des dernières évolutions de la conjoncture économique internationale,

Graphique 3.14 : Cours mondial du pétrole (Brent)



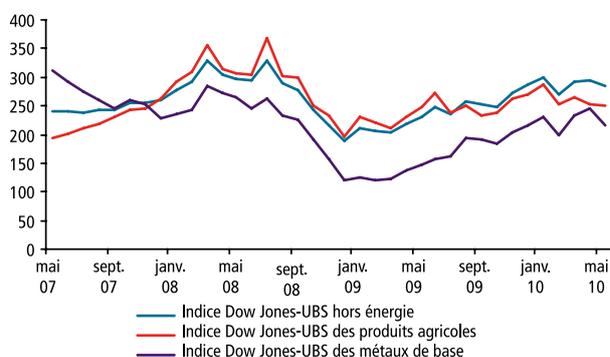
Source : Datastream

Tableau 3.4 : Prévisions du prix actuel du pétrole (Brent) sur le marché des futures (en dollars US)

T2:10	T3:10	T4:10	T1:11	2010	2011	2012
81,3	75,9	75,4	76,3	77	79,8	81,5

Source : Bloomberg

Graphique 3.15 : Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie (Base 2006)



Source : Datastream

l'inflation continuerait de s'inscrire en hausse dans la plupart des économies. Cependant, les tensions inflationnistes devraient être globalement modérées en raison des taux d'utilisation encore relativement faibles des capacités de production dans les pays avancés.

3.3 Prix du pétrole

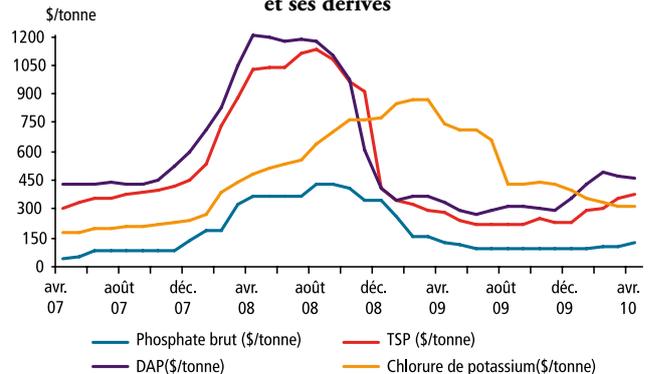
Le prix du pétrole a accusé une baisse de 8,7% en moyenne des trois premières semaines du mois de mai, par rapport à son niveau moyen atteint en avril, pour s'établir à 78,2 dollars le baril, en liaison notamment avec l'appréciation du dollar.

En avril 2010, les cours du pétrole avaient enregistré une progression mensuelle de 7,2%, pour atteindre en moyenne 85 dollars le baril. Cette évolution s'explique par l'importance des achats spéculatifs durant cette période, par une baisse des stocks en particulier aux Etats-Unis, ainsi que par la révision à la hausse de la demande mondiale de pétrole en 2010 selon le dernier rapport mensuel de l'OPEP (Organisation des pays exportateurs de pétrole). Au terme des quatre premiers mois de l'année 2010, le cours du baril du Brent a atteint en moyenne 78,8 dollars le baril, au lieu de 47 dollars l'année précédente, demeurant ainsi en hausse de 67,7% en glissement annuel.

D'après les dernières perspectives économiques mondiales d'avril 2010 du FMI, le prix du pétrole devrait atteindre un niveau moyen de 80 dollars le baril en 2010 et de 83 dollars en 2011. Pour sa part, l'Agence Américaine de l'énergie dans son dernier rapport mensuel de mai, a relevé son estimation du prix moyen du brut à 84 dollars le baril pour le second semestre de 2010 et prévoit un cours moyen du brut à 87 dollars le baril en 2011. Elle anticipe également un rebond de la demande mondiale de 1,6 million de barils par jour en 2010 et 2011, après deux années consécutives de recul.

Sur le marché des futures, le prix du pétrole s'établit en moyenne à 77 dollars le baril en 2010 à 79,8 dollars en 2011 et à 81,5 dollars le baril en 2012.

Graphique 3.16 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés



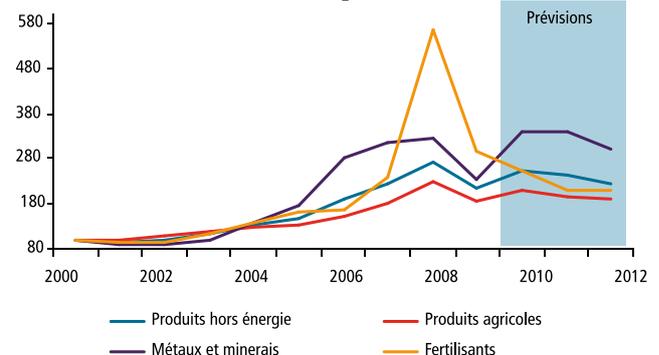
Source : Banque mondiale

Tableau 3.5 : Evolution des futures et des prévisions de blé par trimestre

Blé (Cts/b.u)	T2:10	T3:10	T4:10	T1:11	2010	2011
Futures	474,78	490,03	522,39	548,90	495,80	583,27
Prévisions	560,00	550,00	570,00	605,00	540,00	622,00

Source : Bloomberg

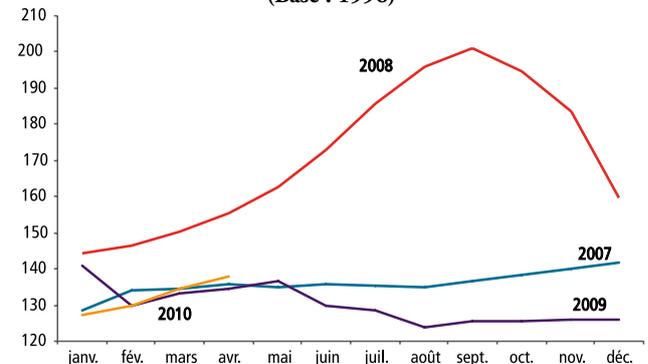
Graphique 3.17 : Perspectives d'évolution des indices des prix des matières premières*



(*) Actualisées le 11 mai 2010

Source : Banque mondiale

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



Sources : OC et calculs BAM

Globalement, selon certains organismes internationaux, les perspectives d'évolution du marché pétrolier à moyen terme restent conditionnées par la reprise de l'activité économique mondiale, l'ampleur des achats spéculatifs et les variations de la demande mondiale en 2010 et 2011. Celle-ci, selon le dernier rapport de l'Agence internationale de l'énergie et de l'OPEP, devrait être tirée à la hausse notamment par les pays émergents comme la Chine et l'Inde dont le rythme de croissance représente désormais un facteur déterminant de l'évolution des prix du pétrole à moyen et long terme.

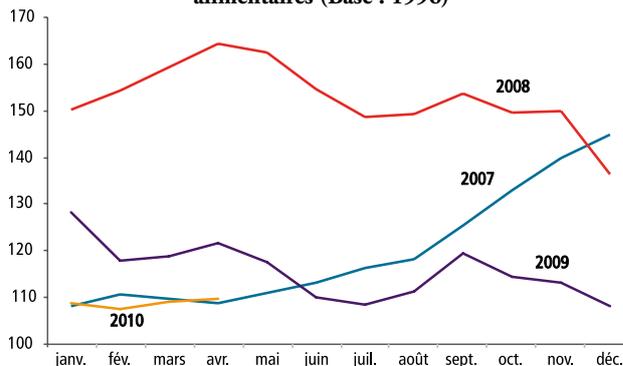
3.4 Prix des matières premières hors énergie

Les cours des matières premières hors énergie ont enregistré, pour le deuxième mois consécutif, une baisse en mai 2010, qui recouvre un recul des cours des métaux de base et de façon moins marquée des prix des matières premières agricoles. Cette tendance s'explique par les incertitudes qui pèsent sur l'évolution de la demande mondiale. Cependant, les cours se sont maintenus à des niveaux assez élevés par rapport à l'année précédente. Ainsi, au terme des cinq premiers mois de 2010, l'indice Dow Jones-UBS (DJ-UBS) des prix des matières premières hors énergie a augmenté de 34,7% par rapport à la même période de l'année précédente, alors qu'il a accusé un recul de 3,3% au mois de mai 2010, en glissement mensuel.

Suivant la même tendance, l'indice DJ-UBS des prix des métaux de base est ressorti en hausse de 73,2% en glissement annuel, alors qu'il a baissé de 12%, d'un mois à l'autre, sous l'effet essentiellement de la diminution des cours du zinc et du plomb de 14,7% chacun, du nickel de 13,7% et du cuivre de 11,7%, en rythme mensuel, attribuable au niveau des stocks qui restent assez élevés.

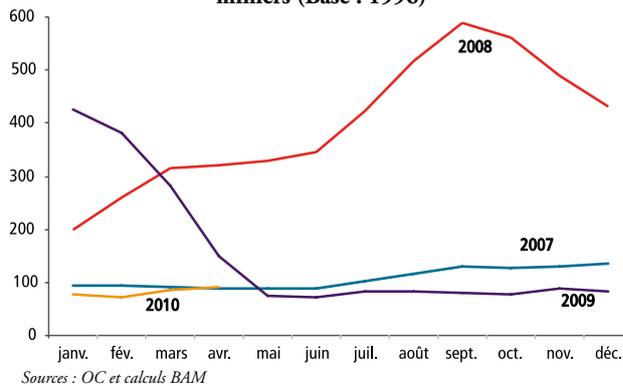
L'indice DJ-UBS des cours des produits agricoles a, quant à lui, marqué un accroissement de 14,5% en mai 2010, en glissement annuel alors qu'il s'est contracté de 1%, d'un mois à l'autre.

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



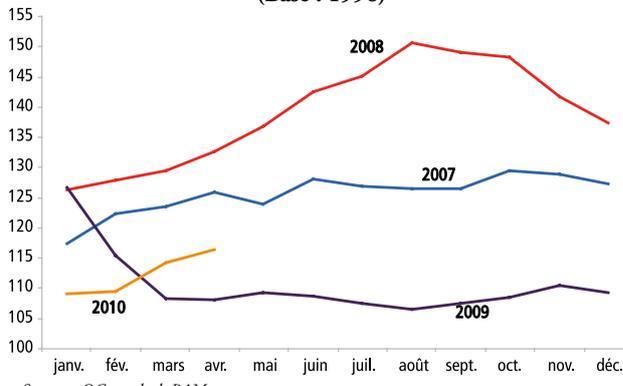
Sources : OC et calculs BAM

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



Sources : OC et calculs BAM

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



Sources : OC et calculs BAM

Cette tendance s'explique notamment par le recul des cours des céréales, impactés par un niveau des stocks et des perspectives d'offre favorables, ainsi que ceux du sucre. En effet, après avoir atteint des pics au début de l'année 2010, le prix du sucre a entamé un mouvement baissier à partir du début du deuxième trimestre de 2010 en liaison avec la revue à la hausse des estimations de la production mondiale, l'Organisation internationale du sucre (ISO) s'attend à un surplus en 2010-2011 et ce après deux années successives de déficits records.

Concernant le phosphate et ses dérivés, leurs prix ont globalement augmenté en avril 2010. Le cours du phosphate brut a atteint 125 dollars la tonne en progression de 19% et celui du DAP s'est accru de 5,1%, d'un mois à l'autre, alors que ceux de l'Urea et du TSP ont accusé des baisses respectives de 9,4% et 2,2%.

A court terme, les prix des matières premières hors énergie devraient connaître un accroissement progressif au fur et à mesure que la reprise et la demande mondiale se confirmeront. Cependant, cette hausse devrait rester limitée aussi bien pour les métaux de base, pour lesquels les niveaux des stocks seraient largement suffisants pour combler la demande, que pour les produits de base agricoles, l'offre de la majorité de ces produits au titre de 2010/2011 ne pâtirait pas d'un déficit.

3.5 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 une augmentation mensuelle de 2,5% au mois d'avril 2010, au lieu de celle de 3,9% observée le mois précédent, reflétant la hausse des prix à l'import de toutes les branches. En effet, l'IPM des produits alimentaires a augmenté de 0,7% d'un mois à l'autre, sous l'effet principalement de la progression de même ampleur du prix unitaire à l'importation du blé et de 3% de celui du sucre.

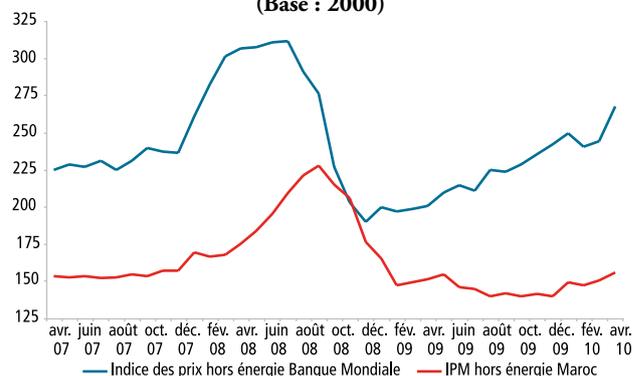
De même, l'IPM des produits miniers a enregistré un accroissement mensuel de 7,3%, traduisant

essentiellement l'augmentation de 27,3% du prix unitaire à l'importation du soufre brut. Dans le même temps, l'IPM des demi-produits a connu une hausse mensuelle de 1,9%, en liaison avec la progression de 13,5% du prix unitaire à l'import des fils et barres et de 8,8% de celui des matières plastiques.

En glissement annuel, l'IPM hors énergie a connu une augmentation de 2,7%. En effet, l'IPM des demi-produits s'est accru de 7,7%, consécutivement à l'augmentation de 30% du prix unitaire à l'importation des matières plastiques et de 10,8% de celui des fils et barres. En revanche, l'IPM des produits miniers s'est inscrit en baisse de 38,9%, en relation, pour l'essentiel, avec la diminution de 14,1% du prix unitaire à l'importation du soufre brut. De même, l'IPM des produits alimentaires a affiché un repli de 9,8%, attribuable principalement à la régression de 22% du prix unitaire à l'importation du blé.

Compte tenu des évolutions récentes ainsi que de la volatilité persistante des cours mondiaux des matières premières, les tensions inflationnistes découlant des prix à l'importation, qui restent encore faibles, pourraient s'accroître au cours des prochains trimestres.

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



Sources : OC et calculs BAM

4. CONDITIONS MONÉTAIRES ET PRIX DES ACTIFS

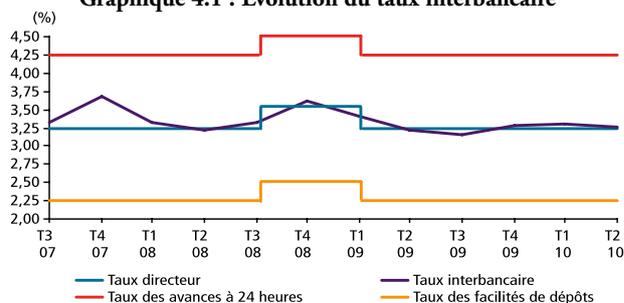
Les dernières données disponibles font ressortir la poursuite de la modération de la création monétaire. L'excédent monétaire s'est en effet maintenu à des niveaux inférieurs à ceux observés durant plusieurs trimestres. De même, le rythme de progression annuelle de l'agrégat M3 s'est limité à 3,9% en avril, après 4,6% au cours du trimestre précédent, reflétant la faible constitution d'encaisses monétaires, parallèlement au développement des titres des OPCVM. Dans le même temps, le rythme d'accroissement annuel du crédit bancaire demeure soutenu, s'établissant à 10,2% en avril, après 11,4% durant le premier trimestre 2010. Concernant les taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le premier trimestre 2010 font apparaître une quasi-stabilité du taux d'intérêt moyen pondéré, qui recouvre toutefois une décreue aussi bien du taux assortissant les crédits de trésorerie, qui en constitue le principal déterminant, que de celui des crédits immobiliers, ainsi qu'une hausse du taux des crédits à l'équipement. S'agissant du taux de change effectif du dirham, il s'est déprécié de 1% en termes nominaux d'un trimestre à l'autre et de 0,7% en termes réels et ce, en raison d'un taux d'inflation au Maroc globalement supérieur à celui des principaux pays partenaires et concurrents. S'agissant des prix des actifs immobiliers, les dernières données disponibles relatives au nouvel indice, calculé par BAM, indiquent une diminution au premier trimestre de l'année 2010. Quant aux prix des actifs financiers, en dépit de la légère baisse observée en mai, ils continuent d'enregistrer une performance soutenue, avec une hausse de 15,6% de l'indice MASI au terme des cinq premiers mois de l'année. Au total, les évolutions prévisibles des conditions monétaires et financières indiquent une légère orientation à la hausse des pressions sur l'inflation pour les prochains trimestres et ce, en raison des perspectives d'évolution du crédit.

4.1 Conditions monétaires

4.1.1 Taux d'intérêt

Dans un contexte marqué par une orientation légèrement à la hausse des risques et une prévision centrale de l'inflation en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, le Conseil a décidé, lors de sa réunion du 30 mars 2010, de maintenir le taux directeur à 3,25%. Devant l'ampleur et le caractère durable du besoin de liquidité sur le marché monétaire et compte tenu des prévisions des facteurs de liquidité, le Conseil a décidé de réduire le taux de la réserve monétaire de 2 points de pourcentage, pour le ramener à 6% à compter du 1er avril 2010. Dans ces conditions, le taux au jour le jour sur le marché monétaire interbancaire s'est établi à 3,27% en moyenne en avril et mai 2010, en baisse de 4 points de base par rapport au trimestre précédent, soit un niveau proche du taux directeur.

Graphique 4.1 : Evolution du taux interbancaire*



* L'observation du deuxième trimestre 2010 correspond à la moyenne quotidienne de la période du 1^{er} avril au 25 mai.

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

	2008		2009			avr. 10	
	T4	T1	T2	T3	T4		
13 semaines	3,69	3,58	3,26	3,25	3,25	3,44	3,41
26 semaines	3,77	3,65	3,31	3,27	3,28	3,56	3,48
52 semaines	3,84	3,75	3,35	3,33	3,37	3,62	3,60
2 ans	-	3,90	3,44	3,48	3,57	3,73	-
5 ans	3,99	4,05	3,69	3,68	3,74	3,95	3,94
10 ans	-	-	-	-	-	4,20	4,20
15 ans	-	-	-	-	-	4,32	-

Parallèlement, les taux des bons du Trésor à court terme émis sur le marché primaire, les plus corrélés avec l'évolution du taux au jour le jour sur le marché interbancaire, ont accusé une baisse en avril et ce, après avoir enregistré une hausse au cours du premier trimestre 2010. Pour leur part, les taux à moyen et long termes, sont restés quasiment stables entre le premier trimestre et avril. Sur le marché secondaire, les rendements de l'ensemble des maturités n'ont pas connu des variations significatives en avril et mai 2010.

Au niveau des taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois, qui s'est

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

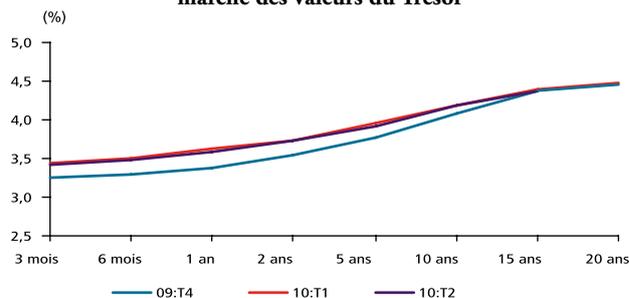


Tableau 4.2 : Taux créditeurs (placements à terme)

	2008				2009		
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	avr.10
6 mois	3,90	3,61	3,52	3,31	3,24	3,32	3,28
12 mois	4,23	3,91	3,96	3,68	3,69	3,72	3,64
Moyenne pondérée	4,13	3,78	3,78	3,55	3,54	3,58	3,44

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

Au cours du premier trimestre de l'année 2010, l'insuffisance des trésoreries bancaires s'est accentuée, passant en moyenne de 16,6 milliards de dirhams en T4 2009 à 18,5 milliards en T1 2010 en raison de l'évolution restrictive des facteurs autonomes au courant de cette période.

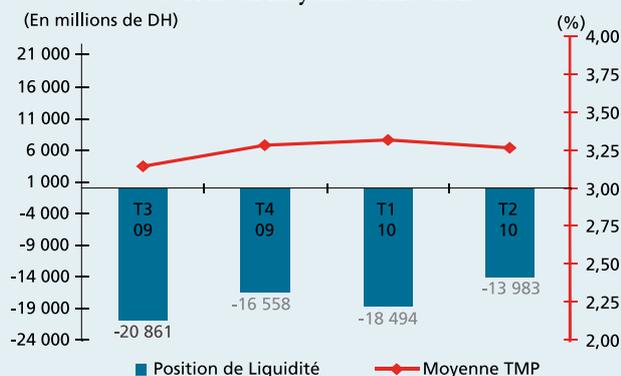
En effet, les opérations sur avoirs extérieurs ont induit une ponction de liquidité de 2,6 milliards de dirhams résultant de la différence entre les achats de devises par les banques commerciales qui ont totalisé 7,6 milliards de dirhams, dont 6,8 milliards au titre de la cession de la participation de Méditel par Telefonica, et les cessions de billets de banque étrangers qui ont atteint 4,9 Milliards de dirhams.

En outre, les opérations du Trésor ont été à l'origine d'une ponction de liquidité de 4 milliards de dirhams, notamment en raison des levées du Trésor sur le marché des adjudications ainsi que de la perception du premier acompte de l'IS au titre de l'année 2010.

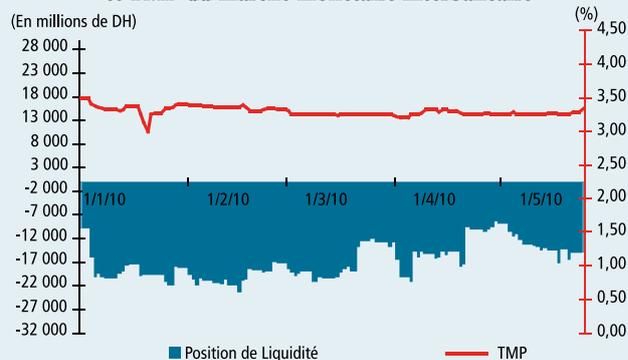
En revanche, le reflux de la monnaie fiduciaire a atteint 2 milliards de dirhams suite aux sorties enregistrés en fin d'années.

Globalement, les facteurs autonomes ont exercé un effet restrictif de 4,7 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



Compte tenu du resserrement des trésoreries bancaires au cours du premier trimestre de l'année 2010, le Conseil de Bank Al-Maghrib a décidé lors de sa réunion du 30 mars 2010 de réduire le ratio de la réserve obligatoire de 2 points de pourcentage pour le ramener à 6%. La réduction du ratio de la réserve obligatoire s'est traduite par une injection de liquidité globale de 8,2 milliards de dirhams (5,2 milliards de dirhams le 21 mars 2010 et 2,9 milliards le 21 avril 2010).

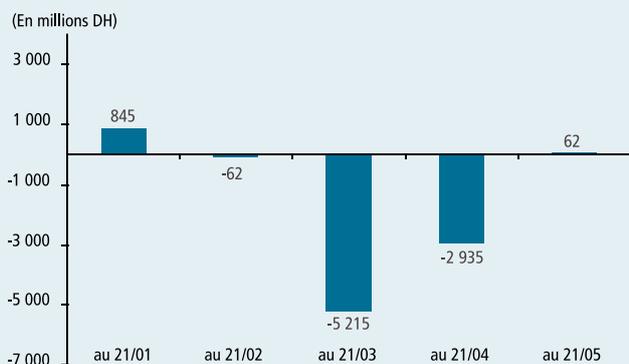
En conséquence, l'insuffisance moyenne des trésoreries bancaires s'est résorbée, passant de 18,5 milliards en T1 2010 à 14 milliards et ce, en dépit de l'évolution restrictive des facteurs autonomes au cours de ce trimestre.

En effet, les opérations sur avoirs extérieurs ont induit une ponction de liquidité de 2,8 milliards de dirhams résultant de la différence entre les achats de devises par les banques commerciales qui ont totalisé 5,8 milliards de dirhams et les cessions de billets de banque étrangers qui ont atteint 3 milliards de dirhams.

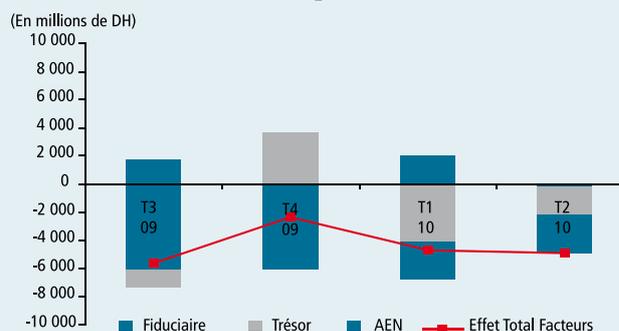
De même, les opérations du Trésor ont impacté négativement les trésoreries bancaires de 1,9 milliard de dirhams. Les ressources du Trésor ont totalisé 57,5 milliards de dirhams dont 13,9 milliards attribuables aux souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor. Les charges du Trésor se sont élevées à 55,6 milliards de dirhams, dont 13,6 milliards dus aux remboursements des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire. Par ailleurs, l'augmentation de la circulation de la monnaie fiduciaire a atteint 213 millions de dirhams.

Globalement, les facteurs autonomes ont exercé un effet restrictif de 4,9 milliards de dirhams sur les trésoreries bancaires.

Graphique E 4.1.3 : Variation des réserves obligatoires



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

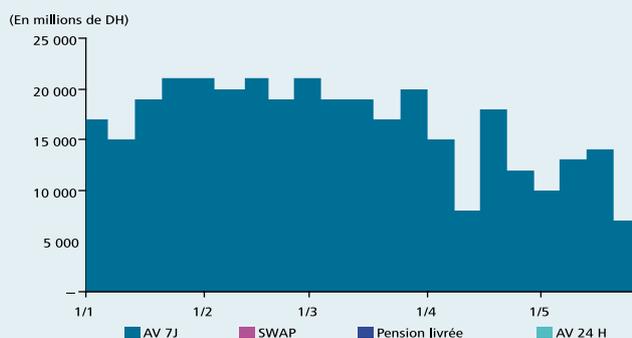


En vue de combler l'insuffisance des trésoreries bancaires qui atteint en moyenne 14 milliards au cours de ce trimestre et compte tenu de l'injection structurelle de liquidité induite par la baisse du ratio de la réserve obligatoire, Bank Al-Maghrib est intervenue au moyen des opérations d'avances à 7 jours pour un montant quotidien moyen de 12,3 milliards de dirhams.

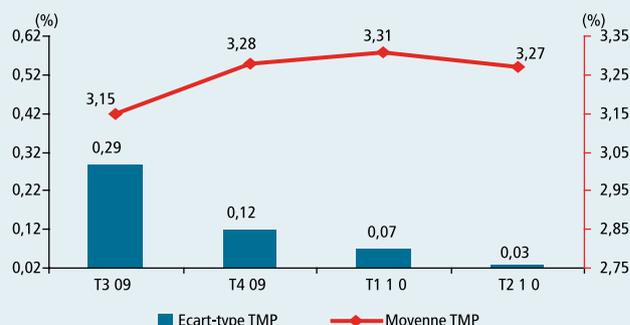
Au cours du deuxième trimestre de l'année 2010, le taux moyen pondéré s'est établi en moyenne à 3,27%, en baisse de 4 points de base par rapport au trimestre précédent.

En outre, la volatilité du TMP a baissé de 4 points de base s'établissant à 0,03% contre 0,07% précédemment, principalement en raison de la baisse de l'insuffisance des trésoreries bancaires, de la gestion de la volatilité du TMP par la banque centrale en fin de période de réserve, ainsi que de la présence du Trésor sur le marché interbancaire depuis le 18 février 2010.

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



inscrit en hausse de quatre points de base entre le dernier trimestre 2009 et le premier trimestre 2010, a accusé un repli de 14 points de base en avril pour revenir à 3,44%. Cette évolution reflète un fléchissement aussi bien du taux des dépôts à 6 mois que de celui des dépôts à un an.

S'agissant des conditions débitrices, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le premier trimestre 2010 laissent indiquer une quasi-stabilité du taux moyen pondéré du crédit bancaire autour de 6,65%. Cette évolution recouvre néanmoins des évolutions divergentes selon les catégories de crédit. En effet, le taux des facilités de trésorerie, principal déterminant de l'évolution du taux moyen pondéré global, a poursuivi sa baisse observée depuis le dernier trimestre 2009, pour revenir à 6,52%.

De même, le taux des crédits immobiliers a enregistré une décre de 13 points de base, pour se situer à 6,16%. Pour sa part, le taux des crédits à l'équipement, soumis habituellement à une volatilité plus importante, a augmenté pour atteindre 7,99%, après avoir baissé de 49 points de base au dernier trimestre 2009, tandis que le taux des crédits à la consommation s'est accru de 3 points de base.

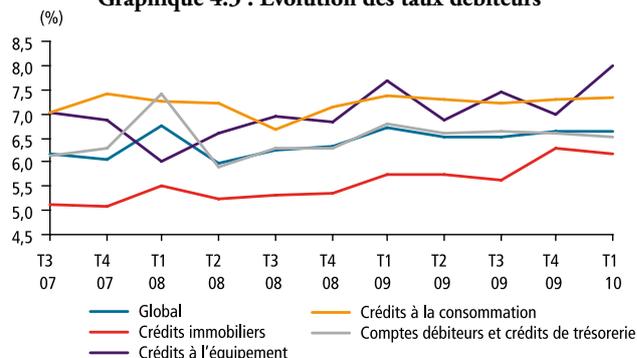
4.1.2 Monnaie, crédit et placements liquides

Evolution de M3

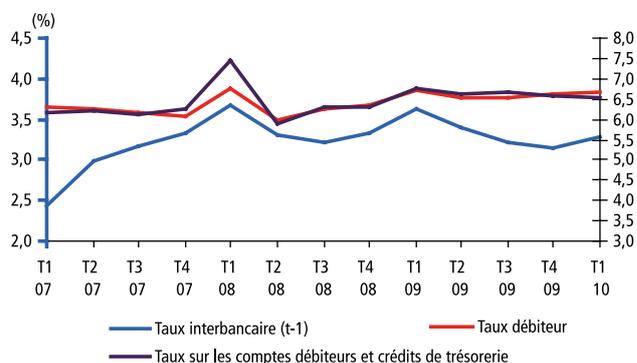
Les données les plus récentes indiquent la poursuite de la croissance modérée de la masse monétaire. En conséquence, l'excédent monétaire s'est maintenu à des niveaux négatifs mais proches de zéro.

Après s'être établi à 4,6% au cours du premier trimestre 2010, le rythme annuel de progression

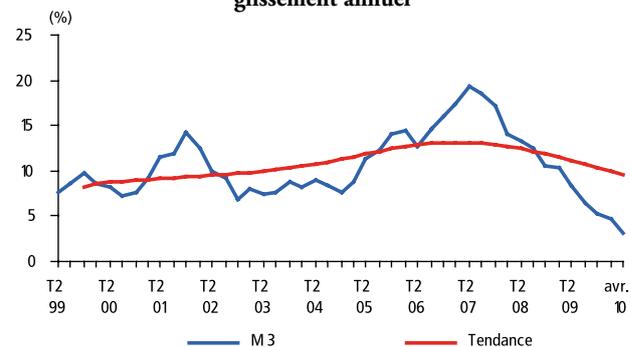
Graphique 4.3 : Evolution des taux débiteurs



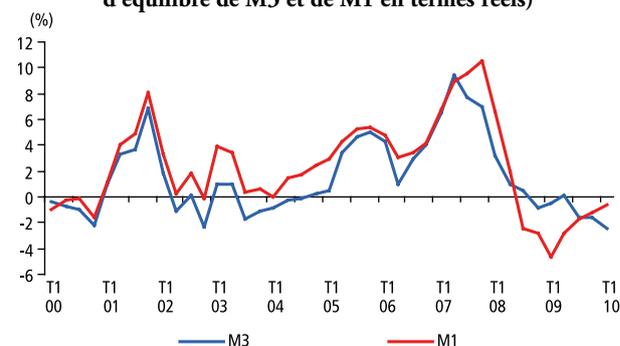
Graphique 4.4 : Taux interbancaire et taux débiteurs



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)



de l'agrégat M3 est en effet revenu en avril à un niveau historiquement bas, soit 3,9%. Outre l'effet de la baisse des avoirs extérieurs nets et de la décélération du crédit bancaire, cette évolution reflète l'impact négatif induit par la hausse des ressources non monétaires, principalement des emprunts contractés par les banques¹. Elle semble également traduire la poursuite des mouvements de réallocation des portefeuilles des agents non financiers au détriment des encaisses monétaires.

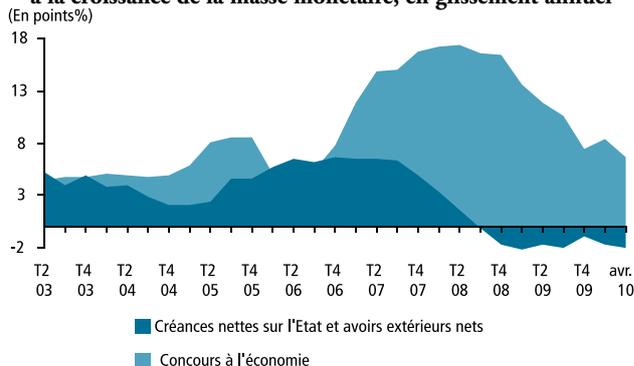
L'analyse de la structure de M3 par type d'encaisses fait ressortir une décélération de l'accroissement annuel de la monnaie scripturale, revenu à 5,5% en avril au lieu de 6,5% durant le premier trimestre 2010. S'agissant des placements à terme, ils se sont de nouveau inscrits en baisse de 3,6% en avril, après 3,2% en moyenne, au trimestre précédent. Pour leur part, les placements à vue et la monnaie fiduciaire n'ont connu qu'une légère décélération.

Par agent économique, la modération de la croissance des dépôts recensés dans l'agrégat M3 est imputable à la faible contribution de l'ensemble des agents non financiers, à l'exception de celle des Marocains résidant à l'étranger, qui est restée quasiment stable.

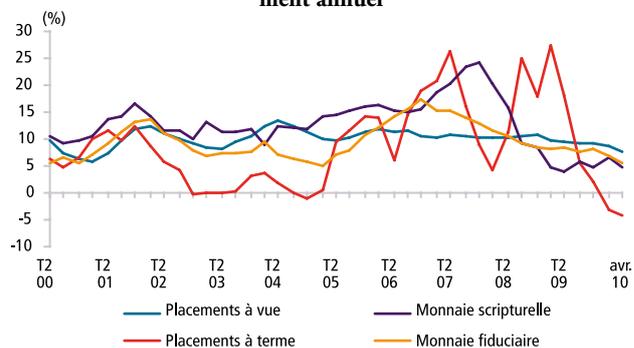
Les entreprises non financières ont, en effet, vu leurs dépôts, pris globalement, revenir en avril 2010 à un niveau inférieur de près de 2% à celui observé une année auparavant, suite au repli de leur dépôts à terme. S'agissant de ceux des particuliers, leur taux annuel de croissance a quelque peu ralenti à 2,8% après 3,7% le trimestre précédent, recouvrant une hausse de celui des dépôts à vue et une contraction de

¹ La rubrique « ressources à caractère non monétaire » inclut les emprunts contractés et les provisions constituées par les banques, ainsi que les fonds propres nets. De par le principe de la comptabilité en partie double, chaque augmentation de l'un de ces éléments capte une destruction monétaire qui n'est pas reflétée par les autres contreparties de M3.

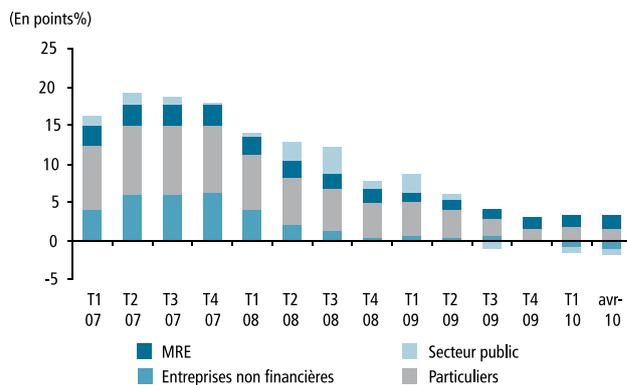
Graphique 4.7 : Contributions des principales contreparties à la croissance de la masse monétaire, en glissement annuel



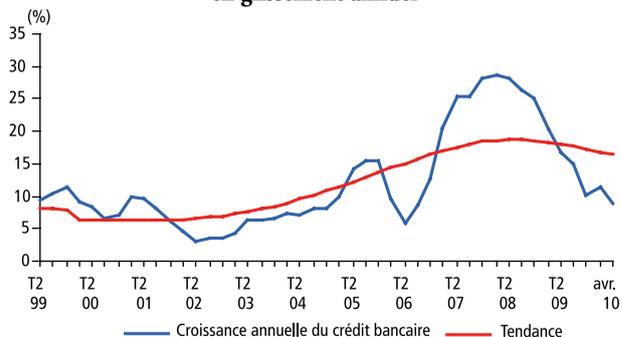
Graphique 4.8 : Evolution des composantes de M3, en glissement annuel



Graphique 4.9 : Contributions des agents non financiers à la croissance du total des dépôts inclus dans M3



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



celui des dépôts à terme. En ce qui concerne les avoirs du secteur public auprès des banques, ils ont poursuivi leur orientation baissière observée depuis plusieurs mois.

Crédit bancaire

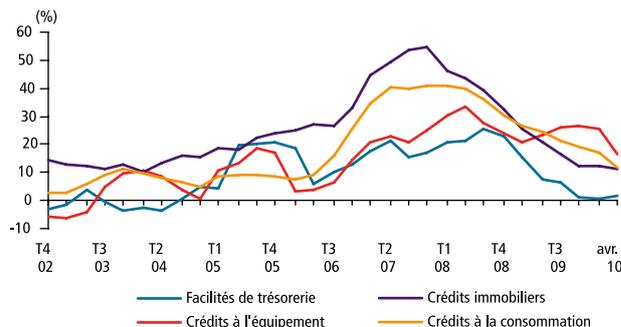
Le crédit a poursuivi en avril 2010 son mouvement de décélération graduelle entamé depuis le deuxième trimestre 2008. En effet, son rythme de croissance annuel est revenu à 11,4% au premier trimestre 2010 puis à 10,2% en avril, après un point haut de 28,7% au premier trimestre 2008.

L'analyse de la structure du crédit par agent économique indique que le ralentissement a été plus marqué pour les concours alloués aux entreprises. Ces derniers, qui représentent plus de 60% du total des crédits, ont vu leur contribution absolue à la croissance du crédit global revenir à 5,6 points de pourcentage en avril contre 6,7 points au premier trimestre et 10,1 points en moyenne au cours de l'année 2009. Pour leur part, les prêts destinés aux particuliers ont affiché une contribution de 2,7 points de pourcentage, légèrement supérieure à celle observée au trimestre précédent.

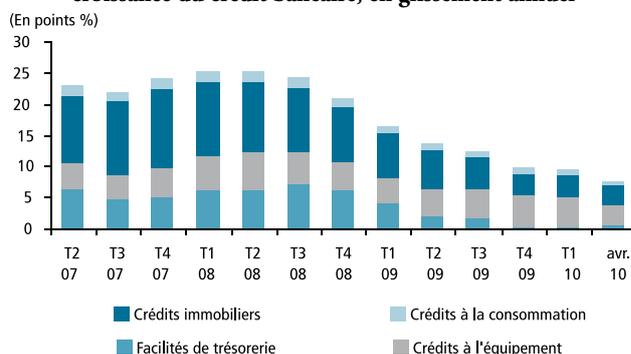
Par objet économique, la croissance du crédit recouvre des évolutions divergentes des différentes catégories. Ainsi, les facilités de trésorerie, accordées majoritairement aux entreprises, se sont accrues de 3,4% en avril après une quasi-stagnation au premier trimestre 2010. Pour leur part, les crédits immobiliers ont augmenté avec un rythme comparable à celui enregistré en moyenne durant les trois derniers mois, soit de 12,8%, recouvrant une hausse du taux de progression des crédits à l'habitat et une légère décélération de celui aux promoteurs.

S'agissant des prêts à l'équipement, leur croissance annuelle s'est élevée à 25,4% au

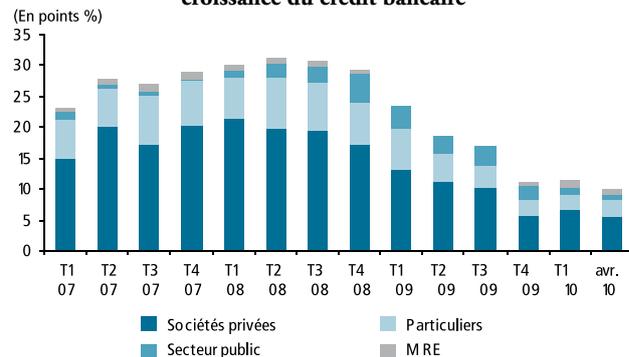
Graphique 4.11 : Croissance des principales catégories du crédit bancaire, en glissement annuel



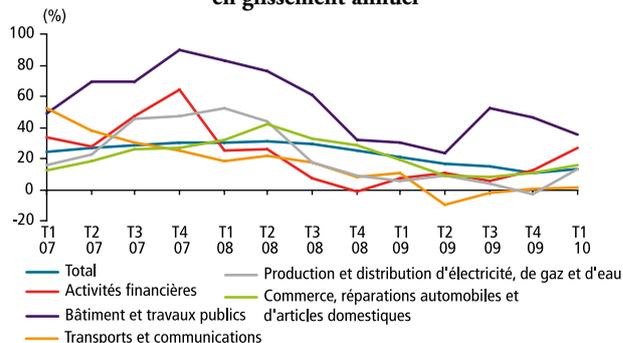
Graphique 4.12 : Contributions des différentes catégories à la croissance du crédit bancaire, en glissement annuel



Graphique 4.13 : Contributions des agents non financiers à la croissance du crédit bancaire



Graphique 4.14 : Evolution du crédit par branche d'activité, en glissement annuel



premier trimestre 2010, du fait principalement de la hausse des crédits accordés à certaines entreprises opérant dans le secteur de production et distribution d'électricité, de gaz et d'eau. Toutefois en avril, leur baisse, accusée d'un mois à l'autre, s'est traduite par un ralentissement de leur taux d'accroissement annuel, revenu à 17,5%. De même, les crédits à la consommation n'ont pas enregistré de flux significatifs durant le même mois, continuant ainsi leur mouvement de ralentissement constaté depuis plusieurs trimestres.

Autres sources de création monétaire

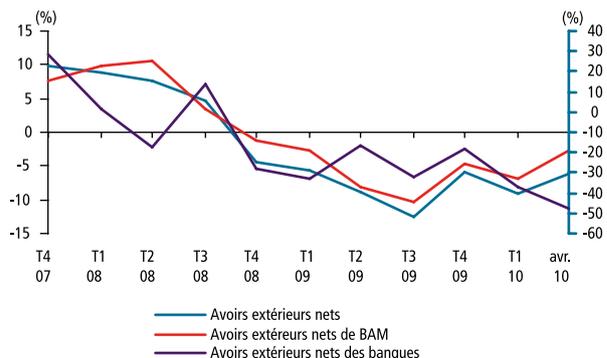
Les avoirs extérieurs nets ont globalement marqué une baisse au cours du premier trimestre de 4,8% par rapport au trimestre précédent et de 9,1% comparativement au niveau atteint au cours de la même période de l'année 2009. Cette évolution est attribuable principalement au creusement du déficit commercial et à la baisse des recettes de voyages et de celles au titre des investissements et prêts privés étrangers. En dépit d'une légère hausse de 0,4% en avril, l'encours global des réserves de change demeure inférieur de 7,1% à celui constaté au titre du même mois de l'année précédente. Cette évolution reflète, essentiellement, un repli de 5,3% en glissement annuel, des avoirs extérieurs nets de Bank Al-Maghrib.

Concernant les créances nettes sur l'Etat, après avoir enregistré une hausse de 6,9% en glissement annuel au cours du premier trimestre, elles se sont inscrites en baisse de 3%, sous l'effet principalement de la diminution des souscriptions des banques en bons du Trésor.

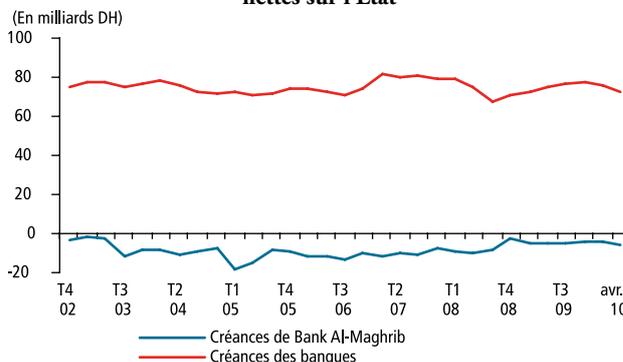
Placements liquides

Parallèlement à la faible croissance des encaisses monétaires, les analyses font ressortir que le dynamisme des agrégats de placements liquides

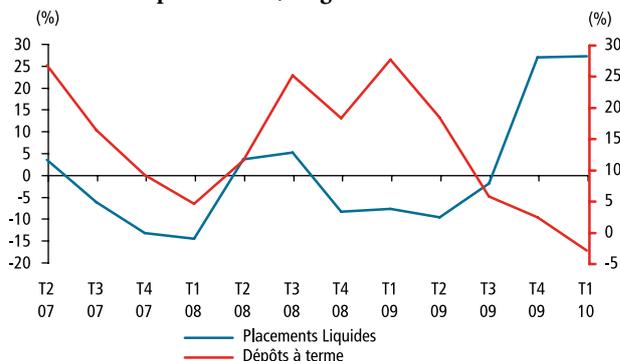
Graphique 4.15 : Croissance des avoirs extérieurs nets, en glissement annuel



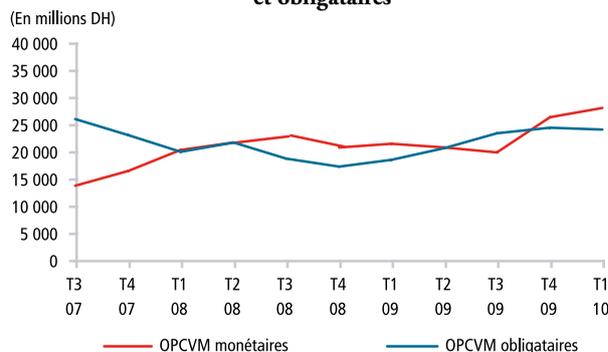
Graphique 4.16 : Evolution de l'encours des créances nettes sur l'Etat



Graphique 4.17 : Evolution des placements liquides et des dépôts à terme, en glissement annuel



Graphique 4.18 : Evolution des titres des OPCVM monétaires et obligataires



se poursuit, soutenu notamment par la demande des agents non financiers. Au cours du premier trimestre 2010, ils ont augmenté de près de 26% en glissement annuel, portant leur encours à 58 milliards de dirhams.

Cette évolution reflète la poursuite du renforcement des titres des OPCVM monétaires, dont l'encours est passé à 27 milliards de dirhams, contre 21 milliards un an auparavant, du fait principalement de la hausse de la demande émanant des entreprises non financières. Quant aux titres des OPCVM obligataires, ils ont vu leur croissance ralentir légèrement, parallèlement à la hausse des rendements des bons du Trésor sur le marché secondaire au cours du premier trimestre 2010.

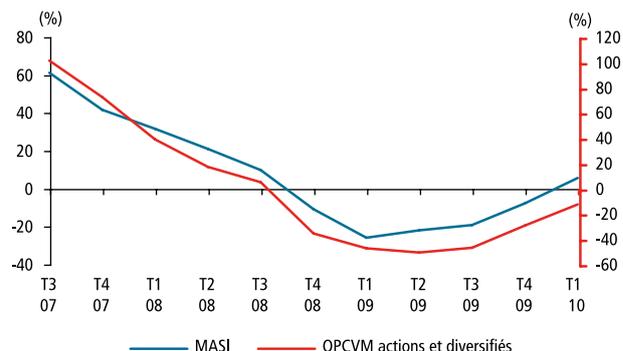
S'agissant des titres des OPCVM actions et diversifiés, ils se sont de nouveau inscrit en baisse, quoique à un rythme moins accentué, traduisant le redressement graduel des cours sur la bourse de Casablanca.

Taux de change

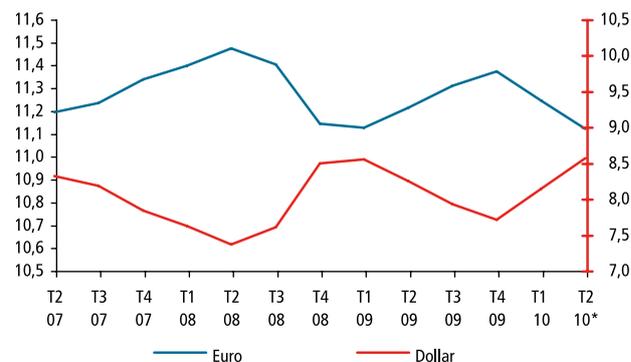
Au terme du premier trimestre de l'année 2010 et par rapport au trimestre précédent, la monnaie nationale s'est dépréciée de 5,33% vis-à-vis du dollar américain et ce, après plusieurs trimestres d'appréciation. De même, elle s'est échangée contre le yen japonais, le franc suisse et la livre sterling à des niveaux inférieurs à ceux enregistrés en moyenne durant le trimestre précédent, soit respectivement de 4,38%, de 1,88% et de 0,91%. En revanche, le dirham a connu une hausse de 1,13% vis-à-vis de l'euro. Cette évolution s'est poursuivie en avril et en mai 2010, le dirham s'étant apprécié de 1,12% à l'égard de l'euro et affaibli de 4,95% par rapport au dollar.

Pour sa part, le taux de change effectif nominal du dirham, calculé à partir des taux de change bilatéraux vis-à-vis des principaux partenaires

Graphique 4.19 : Croissance de PL4 et MASI, en glissement annuel

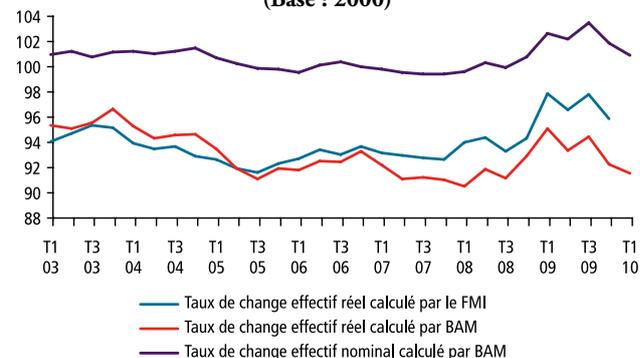


Graphique 4.20 : Taux de change du dirham*



* L'observation du deuxième trimestre 2010 correspond à la moyenne arithmétique des données du 1^{er} avril au 25 mai

Graphique 4.21 : Taux de change effectif (Base : 2000)



Sources : FMI et BAM

et concurrents du Maroc, s'est déprécié de 1% d'un trimestre à l'autre. La dépréciation du dirham est moins importante en termes réels, se chiffrant à 0,7% et ce, en raison d'un taux d'inflation au Maroc globalement supérieur à celui des principaux pays partenaires et concurrents.

4.2 Prix des actifs

4.2.1 Actifs immobiliers

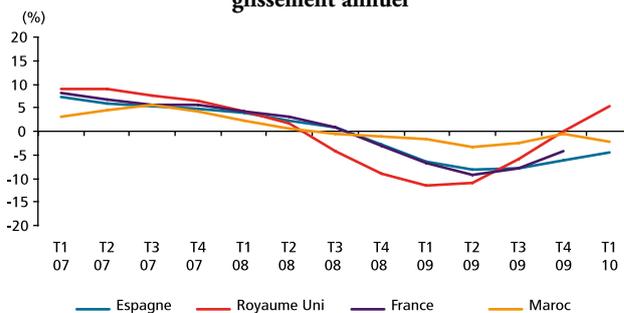
Au niveau international, le mouvement de redressement des prix des actifs immobiliers qui a débuté à partir du quatrième trimestre 2009, s'est poursuivi au premier trimestre 2010. Ainsi, ces prix ont progressé de 5,3% en glissement annuel au Royaume-Uni, tandis qu'en Espagne, leur rythme de baisse s'est atténué, se limitant à 4,5%.

Les résultats relatifs à l'indice des prix des actifs immobiliers (IPAI) au Maroc au titre du premier trimestre 2010, indiquent un repli de 3,3% des prix des biens immobiliers, d'un trimestre à l'autre, contrairement aux deux trimestres précédents caractérisés par des taux de croissance positifs. En glissement annuel, l'IPAI a marqué un recul de 2,2%, après celui de 0,5% enregistré au cours du trimestre précédent.

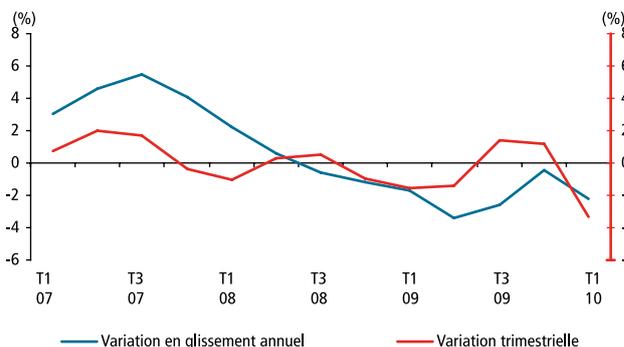
En parallèle, les ventes des biens immobiliers résidentiels immatriculés au niveau de l'ANCFCC ont enregistré, au cours du premier trimestre 2010, une diminution de 1,4% sur un an, s'établissant à près de 15 520 transactions. Ce recul du nombre de ventes a concerné aussi bien les appartements que les maisons dans des proportions différentes.

Au terme du premier trimestre 2010, les crédits à l'habitat (voir Graphique 4.25) ont enregistré, en glissement annuel, une progression de 12,6%, soit une rupture de leur alignement sur

Graphique 4.22 : Indice des prix des actifs immobiliers en Espagne, au Royaume Uni, en France et au Maroc, en glissement annuel



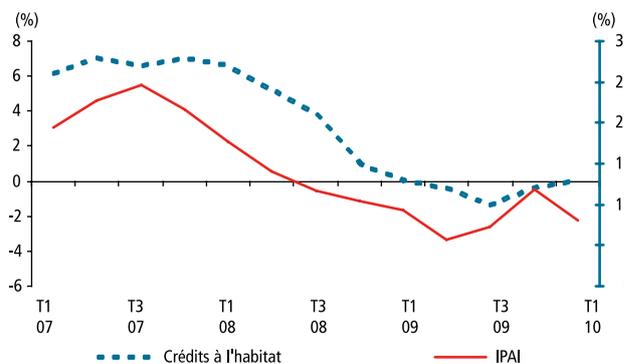
Graphique 4.23 : Indice des prix des actifs immobiliers



Graphique 4.24 : Indice des prix des actifs immobiliers et nombre des transactions



Graphique 4.25 : Indice des prix des actifs immobiliers et crédits à l'habitat*, en glissement annuel



* Les crédits à l'habitat n'intègrent pas les crédits destinés à la promotion immobilière

l'orientation de l'IPAI, qui a prévalu au cours des trimestres précédents. Cette tendance est également observée au niveau de l'indice boursier de l'immobilier (voir Graphique 4.26) qui présente, quant à lui, à partir du quatrième trimestre 2009, une corrélation négative avec l'IPAI, affichant une augmentation de 3,2%.

4.2.2. Cours des actions

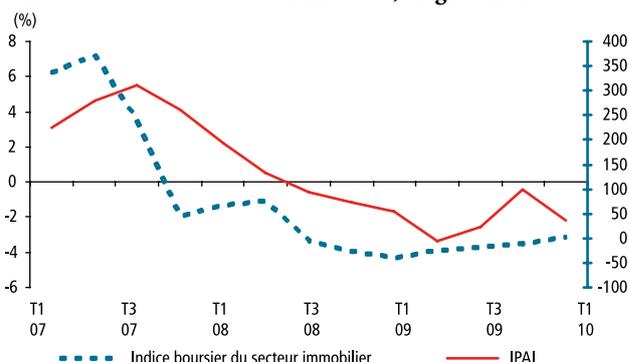
Le MASI s'est inscrit en nette augmentation au premier trimestre 2010, affichant une performance de 9,3%. La tendance à la hausse s'est, en revanche, renversée en mai, l'indice affichant une diminution de près de 2%, ramenant sa performance depuis le début de l'année à 15,6%. Pour sa part, l'indice du secteur de l'immobilier a enregistré un accroissement de 11,3% à l'issue du premier trimestre et a accusé une baisse mensuelle de 2% en mai.

En conséquence de l'appréciation des cours, le PER¹ de la place de Casablanca est passé, d'un trimestre à l'autre, de 15,7 à 18,1 à fin mai, demeurant élevé par rapport à d'autres marchés de taille comparable. En outre, le Price to Book Ratio² s'est situé à 3,3 en mai. Sur la base de ces deux indicateurs, la valorisation du marché boursier marocain se situe à des niveaux supérieurs comparativement aux autres marchés.

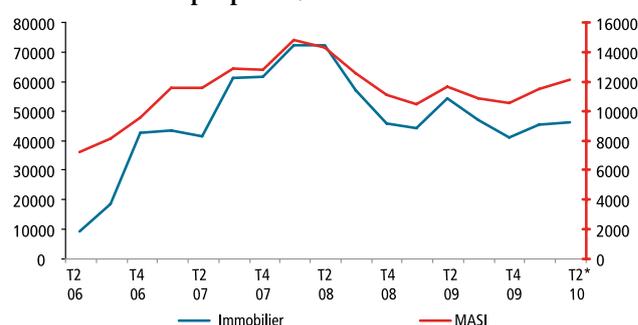
Le volume des transactions a, pour sa part, accusé un repli de 17%, s'établissant à près de 42 milliards de dirhams contre 50,5 milliards le trimestre précédent.

En revanche, la capitalisation boursière s'est accrue de 10,1% au premier trimestre, atteignant

Graphique 4.26 : Indice des prix des actifs immobiliers et indice boursier du secteur immobilier, en glissement annuel



Graphique 4.27 : Indices boursiers



* Données arrêtées à fin mai 2010

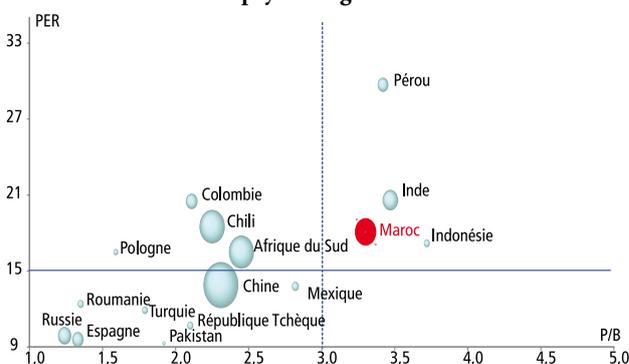
Tableau 4.3 : Valorisation du marché des actions

PER	T1:09	T2 :09	T3 :09	T4:09	T1 :10	T2 :10*
Argentine	8,5	8,0	13,9	17,3	14,0	9,5
Brésil	9,0	9,7	11,1	13,1	17,4	15,2
Mexique	11,6	16,6	18,1	20	17,3	13,8
Turquie	5,3	8,5	10,8	9,9	12,4	11,9
Maroc	14,4	16,4	15,8	15,7	16,9	18,1

* Données arrêtées à fin mai 2010

Sources : Datastream et CFG

Graphique 4.28 : Valorisation du marché boursier au Maroc et dans certains pays émergents à fin mai 2010**



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

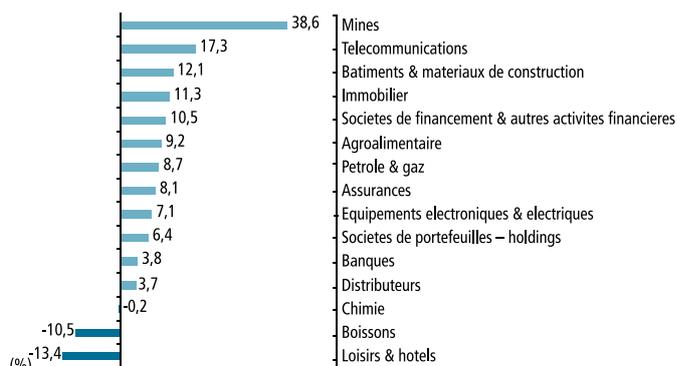
1 PER (Price Earnings Ratio) est le rapport entre le cours d'une action et le bénéfice net par action.

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

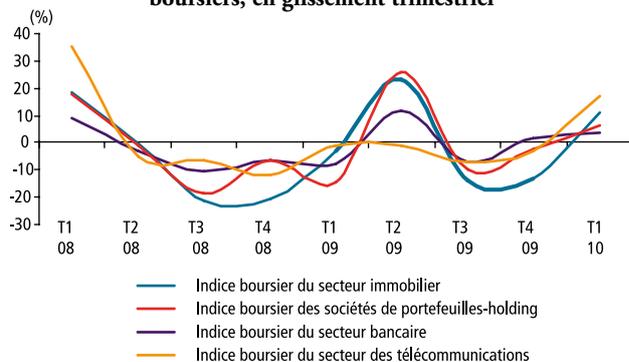
560,5 milliards de dirhams. Les données à fin mai indiquent également une poursuite de l'appréciation de la capitalisation de la place de Casablanca, qui s'est élevée à 586,4 milliards de dirhams.

Au niveau des indices sectoriels, à l'exception d'un nombre réduit de secteurs qui ont accusé une baisse d'activité, les indices ont, dans l'ensemble, enregistré des variations positives au terme des trois premiers mois de 2010. Ainsi, l'indice relatif au secteur des mines a progressé de manière sensible de 38,6%. Les indices relatifs aux secteurs des télécommunications, des bâtiments et matériaux de construction et de l'immobilier se sont appréciés respectivement de 17,3%, 12,1% et 11,3%. Pour leur part, les indices des sociétés de financement, des assurances et des banques ont connu des hausses respectives de 10,5%, 8,1% et 3,8%.

Graphique 4.29 : Evolution des indices sectoriels, en glissement trimestriel



Graphique 4.30 : Evolution des indices des principaux secteurs boursiers, en glissement trimestriel



5. ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

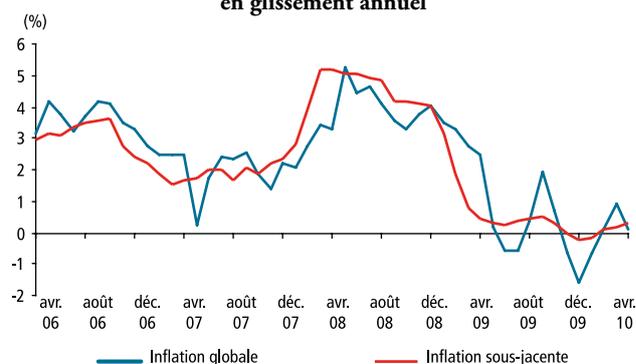
En ligne avec les analyses et prévisions publiées dans le cadre des trois précédents Rapports sur la politique monétaire, la tendance fondamentale des prix demeure modérée. Tandis que des fluctuations autour d'une moyenne proche de zéro ont été observées d'une période à l'autre, reflétant la volatilité de certains produits alimentaires ou des effets de base ponctuels, les tensions sur les prix restent globalement faibles, en liaison avec la poursuite de la modération de la hausse des prix au niveau international et la faiblesse des pressions émanant de la demande. Ainsi, l'inflation annuelle est restée stable entre le premier trimestre et le mois d'avril à 0,1%, alors qu'elle s'est établie à -0,5% au quatrième trimestre 2009. Pour sa part, l'inflation sous-jacente n'a connu qu'une légère hausse à 0,3% en avril après avoir affiché une valeur nulle en moyenne au cours des deux derniers trimestres. Le maintien de l'inflation à des niveaux modérés recouvre une quasi-stagnation de la hausse des prix des biens non échangeables à 0,9% en avril et une baisse de l'inflation des biens échangeables, revenue de 1% à -0,7% durant la même période. Il est important de noter que le récent renchérissement des matières premières, notamment le pétrole, s'est diffusé en partie aux prix à la production industrielle qui ont connu une nouvelle hausse annuelle de 11,3% en avril.

5.1 Evolution de l'inflation

Le niveau relativement modéré de l'inflation chez nos principaux pays partenaires ainsi que l'absence de pressions significatives de la demande intérieure contribuent à maintenir l'inflation à des niveaux faibles. Cette dernière, qui est passée en dessous de 2% à partir de mai 2009, continue de fluctuer aux alentours de 0%, impactée ponctuellement par les variations des prix de la composante « produits alimentaires volatils ». Compte non tenu de cette composante et des produits réglementés, l'inflation sous-jacente a connu une légère hausse au cours des trois derniers mois mais demeure à des niveaux historiquement bas, en liaison principalement avec la poursuite de la baisse annuelle des prix des composantes « produits à base de céréales » et « huiles et graisses ».

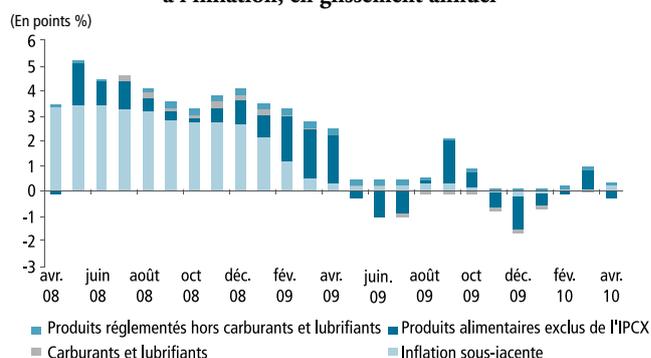
Après avoir atteint 0,1% en février et 0,9% en mars, l'inflation, mesurée par la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC), est revenue à 0,1% en avril 2010. Cette évolution s'explique principalement par la

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

baisse des prix de la composante « produits alimentaires volatils » de 1,7%, contre une augmentation de 5,3% un mois auparavant, avec notamment un ralentissement significatif de la variation des prix des légumes de 18% à 5,6% et un repli de 3,0% des prix de la composante « poissons et fruits de mer ».

Les prix des produits appartenant aux groupes non alimentaires ont progressé globalement au même rythme que celui observé en mars, soit 0,9%. A l'inverse, les tarifs des carburants et lubrifiants, en dépit de leur stabilité d'un mois à l'autre, ont vu leur variation annuelle passer de -1,2% à 0,2%. Cela s'explique par la baisse du prix moyen du carburant enregistrée en avril 2009, suite à l'alignement du prix du gasoil 50 ppm sur celui du gasoil ordinaire à 7,15DH/Litre (voir Tableau 5.2). Globalement, le niveau modéré des prix de cette rubrique s'explique, dans un contexte de redressement des cours du pétrole, par le gel du mécanisme d'indexation qui isole le marché national des fluctuations observées à l'international. Cet impact des variations du prix du pétrole se retrouve, toutefois, au niveau du budget de l'Etat, à travers la Caisse de compensation. S'agissant des prix des produits réglementés hors carburants et lubrifiants, ils ont progressé à un rythme de 0,6% comparable à celui de mars.

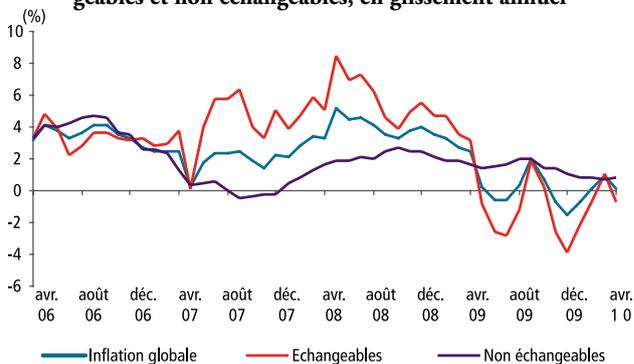
Le caractère ponctuel des variations de l'inflation durant les derniers mois est confirmé par les données relatives à l'inflation sous-jacente qui continue de progresser lentement depuis janvier 2010, tout en restant à des niveaux bas en l'absence de tensions fondamentales et significatives sur les prix. L'inflation sous-

Tableau 5.1 : Inflation et ses composantes

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

* 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


Encadré 5.1 : Calcul de l'indicateur de l'inflation sous-jacente par Bank Al-Maghrib

La politique monétaire de Bank Al-Maghrib est basée sur un cadre analytique large permettant le suivi et l'analyse de l'inflation et de ses principaux déterminants. Ces analyses, ainsi que les prévisions à six trimestres, portent sur l'inflation globale, calculée sur la base de l'IPC élaboré et publié par le HCP. Toutefois, cette dernière présente une forte volatilité à court terme, en raison des variations des prix des produits vulnérables aux chocs ponctuels d'offre et peut connaître des changements de niveau suite à des décisions prises par les pouvoirs publics en matière de révision des prix des biens réglementés. Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib, à l'instar des banques centrales de plusieurs pays avancés et émergents, a procédé au renforcement de son dispositif d'analyse de l'inflation à travers l'élaboration d'indicateurs de l'inflation sous-jacente (voir Encadré 6.1 RPM décembre 2006 et Rapport annuel 2005).

L'indice résultant de la méthode de l'exclusion est celui qui fait l'objet d'analyse au niveau interne et, dans un souci de transparence, a été intégré au niveau des différentes publications de la Banque, notamment le Rapport sur la politique monétaire.

Adopté par un grand nombre de banques centrales, cet indice est basé sur l'exclusion des produits alimentaires volatils et des produits réglementés.

D'autres mesures alternatives sont également développées afin de compléter l'analyse de l'évolution fondamentale de l'inflation, notamment celle de la moyenne tronquée qui élimine chaque mois des composantes différentes de l'IPC en se basant sur un critère statistique prédéterminé et celle de la double pondération qui consiste, non pas à exclure des composantes de l'IPC, mais à ajuster régulièrement leur poids en fonction de leur volatilité historique. Afin de vérifier la robustesse de ces mesures et de les classer par ordre de pertinence, il a été procédé à des tests statistiques et des analyses quantitatives. Il en a résulté que les trois indicateurs sont non biaisés, moins volatils que l'inflation et disposent d'une bonne capacité prédictive de cette dernière, mais que l'indice de l'exclusion est mieux adapté pour les objectifs de communication au grand public en raison de sa transparence, sa simplicité et sa comparabilité avec les indices publiés par la plupart des banques centrales et organes statistiques au niveau international.

Il convient de noter que la ventilation plus détaillée du nouvel indice des prix à la consommation par rapport à l'ancien indice du coût de la vie a permis une meilleure identification des caractéristiques de chaque composante du panier de consommation et s'est traduite par un affinement notable de la mesure de l'inflation sous-jacente.

Graphique E 5.1 : Evolution de l'inflation et de l'inflation sous-jacente, en glissement annuel

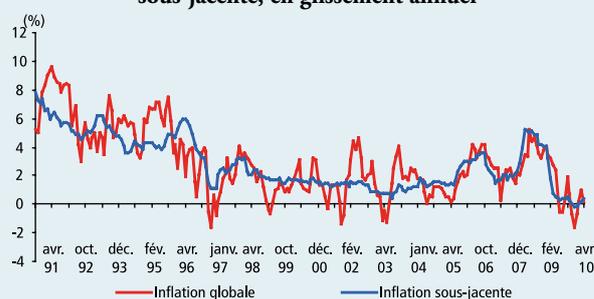


Tableau E 5.1 : Poids des produits exclus de l'IPCX au Maroc comparé à un échantillon de pays

Pays	Poids des produits exclus de l'IPCX (%)
Pologne	33
Maroc	33
Egypte	28
Chili	27
Thaïlande	25
Etats-Unis	22
Zone euro	17
Banque de Canada	16
Afrique du Sud	12
Australie	10

Tableau E 5.2 : Analyse comparative des composantes exclues de l'inflation sous-jacente, calculées sur la base de l'IPC et l'ICV

Composantes exclues de l'IPC en %	Volaille et lapin	Poissons frais	Agrumes	Fruits frais	Légumes frais	Sucres	Tabac	Carburants et lubrifiants pour véhicules de tourisme	Céréales non transformées	Œufs	Autres plantes aromatiques	Autres produits réglementés	Total	
	2,5	1,8	0,5	1,4	4,1	1,2	2,1	2,4	0,7	0,8	0,2	15,2	32,9	
Composantes exclues de l'ICV en %	Viandes	Poissons frais	Fruits frais	Légumes frais	Sucres et produits sucres	Tabac et cigarettes	Transport privé							
	11,9	1,4	2,0	4,8	1,8	2,9	2,7							27,5

Sources : HCP et calculs BAM

jacente est en effet ressortie à 0,3% en avril, après 0,2% en mars et 0,1% en février et son écart absolu par rapport à l'inflation globale, qui était de l'ordre de 0,8 point en mars, s'est contracté en avril pour revenir à 0,2 point.

5.2 Biens échangeables et Biens non échangeables

L'analyse de l'inflation est appréhendée également en décomposant l'indice des prix à la consommation en indicateur de prix des biens échangeables et celui des biens non échangeables dont les pondérations représentent, respectivement, 49% et 51% de l'indice global. Avant mai 2009, l'inflation des échangeables contribuait positivement et de manière significative à l'inflation globale, tandis que les prix des non échangeables progressaient à des rythmes modérés et quasi-stables. Par la suite, les prix des échangeables se sont inscrits en baisse, impactés par la forte volatilité des prix des produits frais. En avril, l'indice des biens échangeables a régressé de 0,7%, après avoir augmenté de 1% en mars, contribuant ainsi de -0,3 point de pourcentage à l'inflation globale, au lieu de 0,5 point de pourcentage un mois auparavant. Le niveau globalement faible des prix des biens échangeables depuis plusieurs mois est attribuable également à la poursuite de la baisse, en glissement annuel, des prix de certains produits de base, notamment les céréales et les huiles.

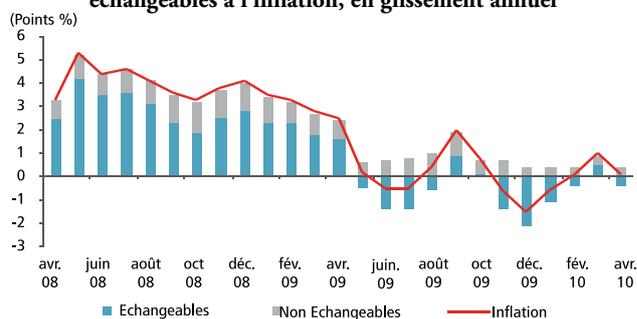
En revanche, l'inflation des biens non échangeables a atteint 0,9% au lieu de 0,8% le mois précédent, contribuant ainsi à hauteur de 0,4 point de pourcentage à l'inflation globale. Si les prix des viandes fraîches et

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

Produits (Dh/Litre)	déc. 08	fév. 09	avr. 09	juil. 09	janv. 10	avr. 10
Super carburant	11,25	10,25	10,25	10,25	10,25	10,25
Gasoil*	7,22	7,22	-	-	-	-
Gasoil 350/50*	10,13	7,50	7,15	7,15	7,15	7,15
Fuel industriel (Dh/Tonne)	3374	3074	3074	3074	3074	3074

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

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



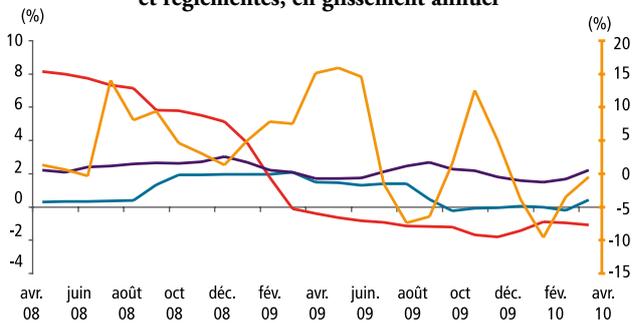
Sources : HCP et calculs BAM

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

	Evolution en variation mensuelle (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	fév. 10	mars 10	avr. 10	fév. 10	mars 10	avr. 10
Biens échangeables	1,8	2,6	-0,8	-0,8	1,0	-0,7
Biens non échangeables	0,0	0,2	0,2	0,8	0,8	0,9

Sources : HCP et calculs de BAM

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



* Il s'agit des produits échangeables/non échangeables hors produits alimentaires volatils et réglementés

Sources : HCP et calculs BAM

des services de la restauration ont vu leur rythme de progression augmenter, ceux des volailles ont connu une baisse plus accentuée.

Abstraction faite des composantes « produits alimentaires volatils » et « produits réglementés », les prix des produits échangeables ressortent en baisse en glissement annuel, depuis mars 2009. L'inflation des échangeables s'avère plus corrélée avec la variation des prix à l'international (voir Encadré 5.2). Elle s'est établie à -1,2% en avril, après -1,1% en mars, consécutivement à la diminution des prix des céréales, des huiles et des légumineuses sèches. Son évolution est due également, mais dans une moindre mesure, à la baisse des prix des biens de consommation durable, notamment des appareils ménagers et audio visuels, qui restent à la baisse au Maroc et au niveau international, en liaison avec la modération des pressions de la demande dans un marché fortement concurrentiel. Pour sa part, le rythme de progression de l'indice des prix des non échangeables hors produits volatils et réglementés, qui revêt un intérêt particulier pour l'évaluation des tensions inflationnistes d'origine interne et des effets de second tour des variations des prix des biens échangeables, a évolué autour d'une moyenne proche de 2% depuis début 2009, après s'être inscrit en hausse quasi continue en 2008. En avril, il est passé de 1,5% à 2,1% reflétant, outre la hausse des prix des viandes fraîches, l'augmentation de ceux des services de la restauration, ainsi que des services domestiques et des forfaits touristiques.

5.3. Biens et services

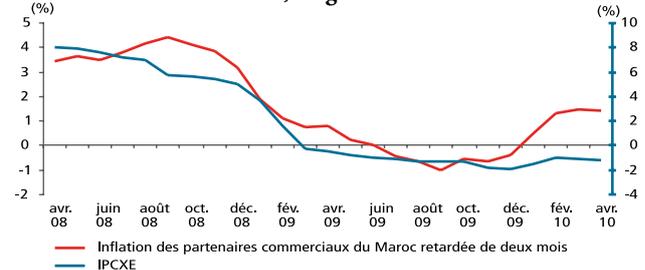
La répartition en biens et services indique que le ralentissement de l'inflation en avril tient à la baisse des prix des biens non transformés. En effet, ces derniers, après avoir augmenté

Tableau 5.4 : Indices des prix des biens échangeables et non échangeables hors produits volatils et réglementés

	Contributions à l'inflation en variation mensuel		Contributions à l'inflation en glissement annuel	
	mars 10	avril 10	mars 10	avril 10
Produits Exclus de l'IPCX	1,4	-0,3	0,8	-0,1
Dont :				
Produits réglementés	0,0	0,0	0,1	0,1
Produits alimentaires volatils	1,4	-0,3	0,7	-0,2
IPCXE	-0,1	0,0	-0,4	-0,4
IPCXNE	0,0	0,1	0,5	0,6

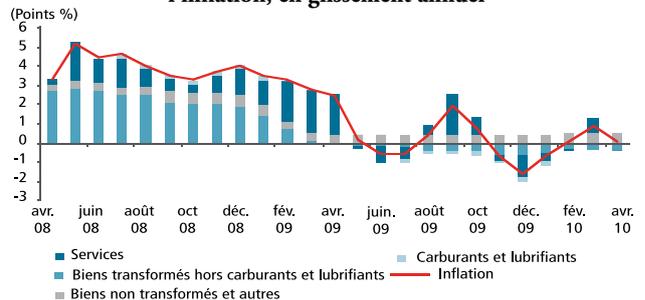
Sources : HCP et calculs BAM

Graphique 5.6 : Evolution de l'inflation des biens échangeables hors produits volatils et réglementés et celle des partenaires commerciaux, en glissement annuel



Sources : HCP, IFS et calculs BAM

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



Sources : HCP et calculs BAM

Tableau 5.5 : Indices des prix des biens et services

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

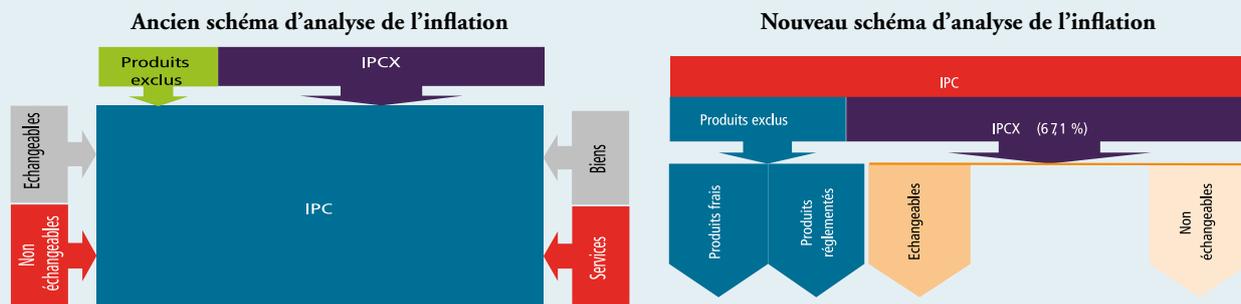
* hors carburants et lubrifiants

Sources : HCP et calculs BAM

Encadré 5.2 : Indice des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'inflation sous-jacente

Pour son dispositif d'analyse de l'inflation, Bank Al-Maghrib élabore un certain nombre d'indices analytiques à partir des données relatives à l'IPC publié par le Haut Commissariat au Plan, qui est l'indice officiel pour la mesure de l'inflation au Maroc. L'objectif derrière l'élaboration de tels indicateurs est de permettre, à travers le suivi de sous indices homogènes, une meilleure analyse des déterminants de l'inflation selon leur nature (offre et demande) et leur origine (interne et externe).

Ainsi, outre la mesure de l'inflation sous-jacente et la décomposition en biens et services, Bank Al-Maghrib procède à une ventilation de l'IPC en biens et services échangeables / non échangeables (voir Encadré 5.3, RPM de mars 2008). L'indice des échangeables contient les produits importés ou qui sont exposés à la concurrence internationale sur les marchés intérieurs et extérieurs, tandis que celui des non échangeables regroupe les produits et services dont le prix n'est pas soumis à une concurrence d'origine externe. Cette décomposition permet de distinguer entre les mouvements des prix reflétant des chocs sur le taux de change et/ou les prix internationaux, de ceux résultant des conditions d'offre et demande au niveau interne.

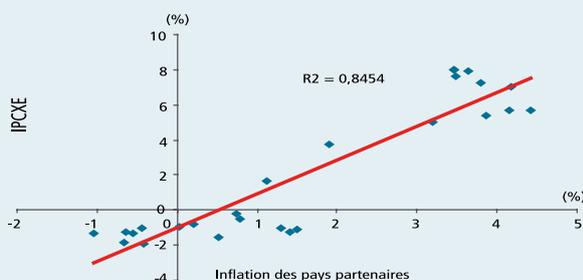


En l'absence d'une correspondance entre les branches du Tableau des Emplois et Ressources et celle de l'IPC, l'élaboration des deux indices des prix des biens échangeables et non échangeables ont été calculés en procédant ainsi :

- tous les services sont classés dans la catégorie des non échangeables à l'exception du transport aérien des passagers ;
- les produits restants sont classés en échangeables ou non échangeables selon leur contribution dans la balance commerciale.

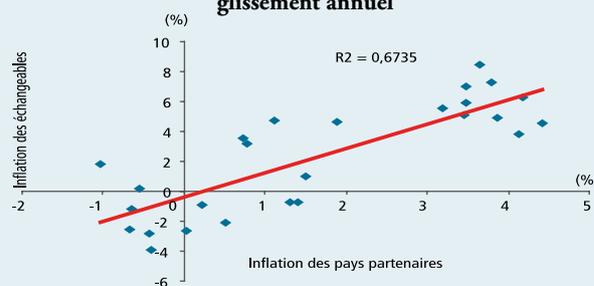
Au Maroc, le poids des produits alimentaires dans l'IPC est important (41,5%) et les prix de nombreux produits sont caractérisés par une grande volatilité en raison de leur vulnérabilité aux chocs d'offre interne, notamment climatiques. Etant donné leur classification en biens échangeables selon la définition standard, leur variation d'une période à l'autre domine celle des autres produits et rend difficile l'appréciation de l'ampleur de la transmission des évolutions des prix à l'international et des variations du taux de change vers l'indice des prix des produits échangeables au niveau national. Dans ces conditions, l'élaboration de nouveaux sous-indices ne tenant pas compte des produits exclus de l'inflation sous-jacente s'est avérée nécessaire.

Graphique E5.2.1 : IPCXE et inflation des partenaires commerciaux du Maroc, en glissement annuel



Sources : HCR, IFS et calculs BAM

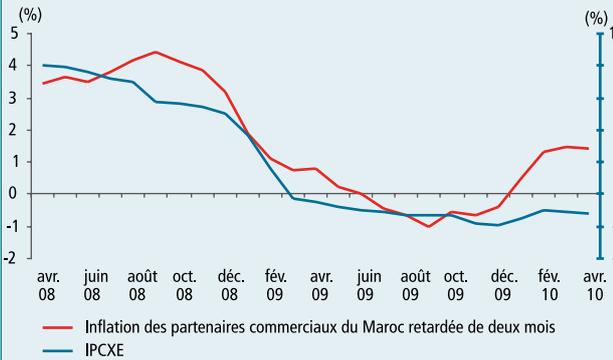
Graphique E5.2.2 : Inflation des échangeables (ancien indice) et inflation des partenaires commerciaux du Maroc, en glissement annuel



Sources : HCR, IFS et calculs BAM

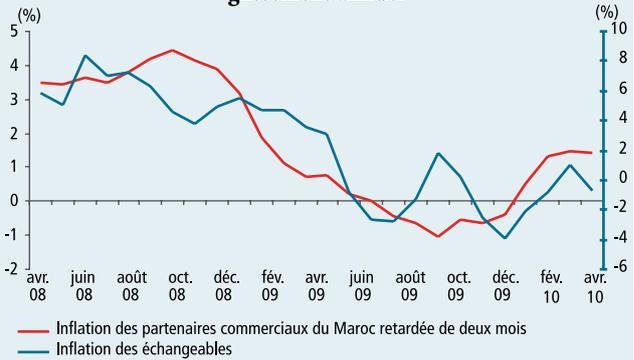
Si l'impact sur l'indice des biens non échangeables n'est pas très significatif, cette nouvelle ventilation permet de mieux capter la corrélation et les délais d'ajustement entre l'inflation des échangeables au Maroc et les variations des prix au niveau des partenaires commerciaux. Il convient de noter qu'à partir du présent Rapport sur la politique monétaire, les nouveaux indices ainsi construits seront désignés, dans le cadre des différentes publications de la Banque, par l'IPCXE et l'IPCXNE.

Graphique E5.2.3 : IPCXE et inflation des partenaires commerciaux du Maroc, en glissement annuel



Sources : HCP, IFS et calculs BAM

Graphique E5.2.4 : Inflation des échangeables (ancien indice) et inflation des partenaires commerciaux du Maroc, en glissement annuel



Sources : HCP, IFS et calculs BAM

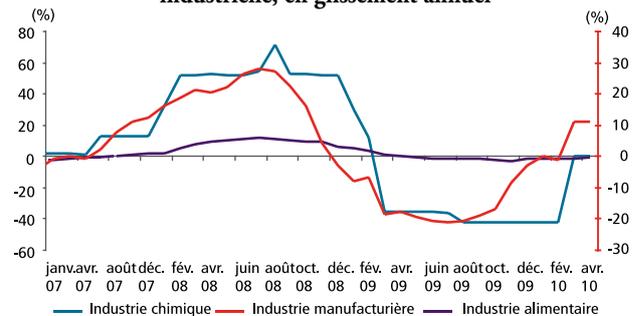
de 3,4% en mars, ont marqué une baisse de 0,4% ramenant leur contribution de 0,8 en mars à -0,1 point de pourcentage en avril 2010. Pour leur part, les prix des biens transformés hors carburants et lubrifiants, en baisse annuelle de 0,9% après 0,8% en mars, n'ont pas impacté la dynamique de l'inflation d'un mois à l'autre, leur contribution s'étant établie à -0,4 point de pourcentage.

De même, la contribution des services à l'inflation globale est restée stable à 0,5 point de pourcentage depuis 4 mois, malgré l'accélération des prix de ces produits qui se sont accrus de 1,7% en avril au lieu de 1,5% en mars.

5.4 Indice des prix à la production industrielle

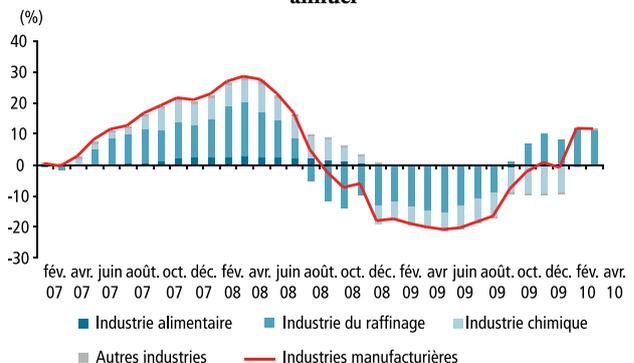
Si la tendance des prix à la consommation demeure globalement modérée, le renchérissement des matières premières observé depuis plusieurs mois avait commencé

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



Sources : HCP et calculs BAM

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



Sources : HCP et calculs BAM

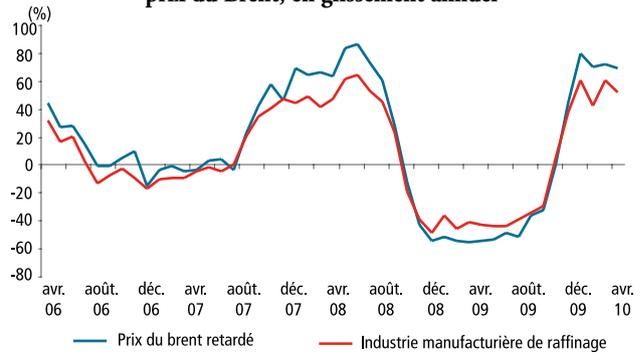
à se diffuser au niveau de l'indice des prix à la production industrielle, qui s'est inscrit en hausse quasi continue depuis avril 2009. Toutefois, en raison du niveau exceptionnellement élevé atteint jusqu'au premier trimestre 2009, l'indice est resté globalement sur sa tendance baissière en glissement annuel, avant de marquer sa première hausse significative de 11,3% en mars 2010, suivie d'une évolution identique au mois d'avril. Avec une progression annuelle de 52,4%, après celle de 61,2% en mars, les prix de cette branche ont contribué de 11,1 points de pourcentage à la hausse de l'indice général.

Compte non tenu de la branche cokéfaction et raffinage, la variation de l'indice des prix à la production s'est établie à 0,1%, contribuant à la hausse de l'indice général de 0,1 point de pourcentage. Les prix de la branche « industrie chimique » ont enregistré une progression annuelle de 0,4%, après celle de 0,3% en mars, tandis que les coûts dans les autres branches ont évolué à des rythmes annuels allant de -2,4% pour la branche « travail des métaux » à 7,3% pour la branche « industrie du papier et du carton ».

5.5 Anticipations d'inflation

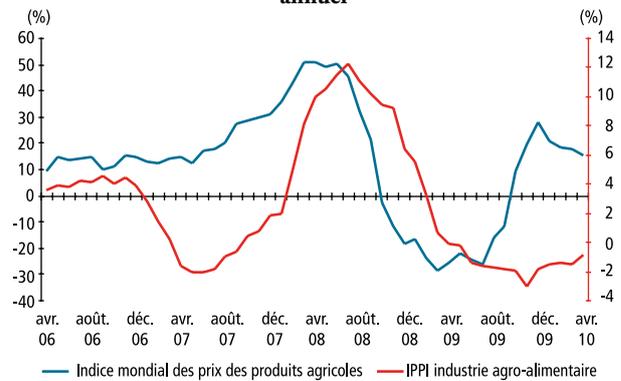
Les anticipations d'inflation sont évaluées en examinant les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib. Ces derniers indiquent qu'en avril 2010, le pourcentage des chefs d'entreprise ayant prévu une stagnation de l'inflation a poursuivi sa baisse entamée depuis février, tout en demeurant à un niveau élevé. A l'horizon des trois prochains mois, le pourcentage des industriels qui tablent sur une augmentation de l'inflation s'inscrit en légère hausse (voir Graphique 5.12).

Graphique 5.10 : Indice des prix de l'industrie de raffinage et prix du Brent, en glissement annuel



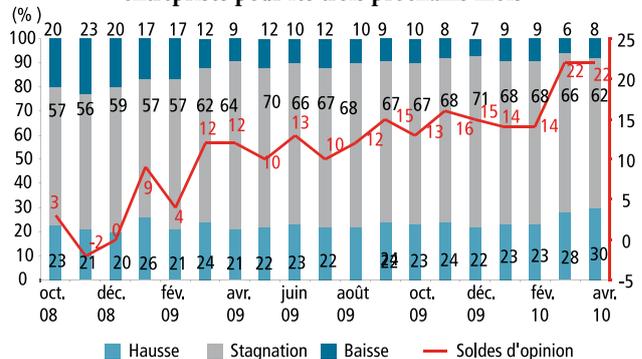
Sources : FMI, HCP et calculs BAM

Graphique 5.11 : Evolution des prix des produits alimentaires au Maroc et sur les marchés internationaux, en glissement annuel



Sources : Banque mondiale, HCP et calculs de BAM

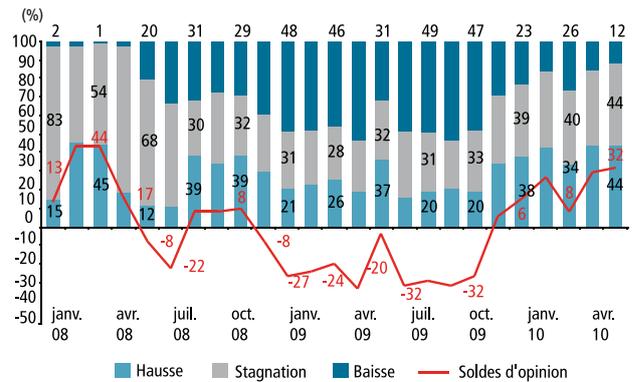
Graphique 5.12 : Perception de l'inflation selon les chefs des entreprises pour les trois prochains mois



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

Selon cette même enquête, la tendance haussière des prix à la production des produits finis devrait se poursuivre au cours des trois prochains mois dans l'ensemble des branches à l'exception des industries du textile et du cuir et des industries mécaniques et métallurgiques (voir Graphique 5.13).

Graphique 5.13 : Evolution des prix des produits industriels et pronostics des entreprises, en glissement annuel



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

6. PERSPECTIVES DE L'INFLATION

Cette section présente l'évolution de l'inflation jugée la plus probable (prévision centrale) au cours des six prochains trimestres et examine les principaux risques qui lui sont associés (balance des risques). Le scénario de la prévision centrale est donc conditionné par les hypothèses et les évolutions envisagées pour une série de variables affectant l'activité et l'inflation. Sous l'hypothèse de la non-matérialisation des principaux facteurs de risque identifiés, l'évolution de l'inflation à l'horizon des six prochains trimestres reste en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, avec une prévision moyenne de l'ordre de 1,7%. En comparaison avec le RPM du mois de mars 2010, cette prévision a été revue à la hausse (1,4% auparavant). Au cours de l'année 2010, l'inflation devrait se situer autour de 1,2%, un niveau légèrement supérieur à celui communiqué dans le cadre du dernier Rapport sur la politique monétaire (1,0%). La balance des risques pour le présent exercice de prévision est légèrement orientée à la hausse. Au plan externe, ces risques sont essentiellement liés à l'accroissement des prix à l'importation. Au plan interne, ils sont liés à l'évolution future des crédits bancaires.

6.1 Hypothèses du scénario de base

6.1.1 Environnement international

Le redressement de l'activité mondiale a continué de s'affirmer au fil des deux derniers trimestres, après une forte baisse constatée au début de l'année dernière. Ainsi, l'appui des pouvoirs publics, qui ont réagi par le biais de politiques budgétaires expansionnistes et de politiques monétaires accommodantes, a été essentiel afin d'éviter le cercle vicieux dette-déflation et de tempérer les interactions négatives entre le système financier et le secteur réel. Par ailleurs, le redémarrage de l'économie mondiale a aussi bénéficié d'une amélioration mieux que prévu des marchés financiers ainsi que du retournement du cycle des stocks, dont la reconstitution a été nécessaire après la chute de la production enregistrée au quatrième trimestre de 2008 et au premier trimestre de 2009.

La cadence de la relance économique semble différenciée, évoluant avec un rythme soutenu dans les pays émergents et timide dans la plupart

des pays avancés. Au niveau des pays développés, l'économie américaine -malgré son rôle de noyau de la crise- semble exhiber des perspectives plus favorables que les économies japonaise et européenne qui connaissent un redémarrage mitigé. En effet, la relance budgétaire a été plus importante aux Etats-Unis, les sociétés financières sont moins dépendantes du crédit bancaire et les bilans des sociétés non financières sont plus solides et connaissent une restructuration plus rapide. A l'opposé, l'économie japonaise a souffert de la forte appréciation du Yen qui a considérablement désavantagé les exportations, ainsi que de la réapparition de la déflation qui a notamment provoqué une hausse des taux débiteurs réels. La zone euro, de son côté a connu une contraction de ses exportations à cause de la baisse de la demande exprimée par les pays émergents d'Europe et les pays de la Communauté des Etats Indépendants (CEI), qui demeurent fortement impactés par la crise.

Dans ce contexte, le Fonds Monétaire International a revu à la hausse sa prévision relative à la croissance économique américaine qui devrait atteindre en 2010 un accroissement

de 3,1% et une progression de 2,6% en 2011, alors qu'il tablait dans son rapport du mois de janvier sur une progression de 2,7% en 2010 et de 2,4% en 2011. Pour la zone euro, la prévision du FMI n'a pas connu de changement notable, puisqu'en 2010 cette zone devrait connaître une croissance économique de 1% puis une légère progression de 1,5% en 2011.

Les incertitudes pesant sur ces perspectives demeurent très importantes et globalement orientées à la baisse, bien que plusieurs risques aient été atténués particulièrement après la ratification du plan d'aide à la Grèce. En effet, le poids de la dette publique accumulée par ce pays constituait une source d'inquiétude majeure, dans la mesure où il pouvait donner lieu à un phénomène de contagion. Néanmoins, un risque persistant à même de menacer la relance économique réside dans l'épuisement de la marge de manœuvre dans beaucoup de pays avancés, ce qui rend la reprise économique très vulnérable en cas de nouveaux chocs. En outre, les engagements des banques dans le secteur de l'immobilier constituent encore une menace pour les économies américaine et européenne. Enfin, de nouvelles hausses des cours du pétrole et des autres matières premières peuvent impacter négativement la demande et par conséquent le redressement de l'économie mondiale.

Sur la base de ces évolutions, nous retenons comme scénario central dans le présent Rapport des taux de croissance pondérés pour nos principaux partenaires commerciaux (Allemagne, Espagne, France et Italie) de l'ordre de 1% en 2010 et 1,5% en 2011. Ces hypothèses sont similaires à celles que nous avons retenues dans le précédent RPM. 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.

Bien que l'inflation se soit inscrite en hausse dans la zone euro par rapport aux niveaux enregistrés en 2009, celle-ci devrait toutefois rester modérée, en lien avec les anticipations inflationnistes qui demeurent bien maîtrisées ainsi que la reprise des demandes intérieure et extérieure qui reste lente et insuffisante pour exercer de fortes pressions sur les capacités productives. En conséquence, la Banque Centrale Européenne prévoit pour 2010 un taux d'inflation de 1,2%. En 2011, les prix devraient connaître un léger accroissement sous l'effet de la reprise économique et des pressions qui peuvent en découler, entraînant ainsi une hausse de l'inflation qui s'établirait à 1,4%.

Les risques pesant sur l'évolution de l'inflation dans la zone euro demeurent globalement équilibrés. En effet, les craintes relatives au renchérissement des cours des matières premières sont atténuées par un faible taux d'utilisation des capacités productives qui devrait maintenir les prix et les salaires à des niveaux modérés.

Dans ce contexte, la BCE devrait maintenir son taux directeur à court terme au niveau actuel de 1%. Sur cette base, le scénario central retenu dans le présent Rapport sur la politique monétaire fait état d'un taux Euribor de 0,99% pour le deuxième semestre de l'année en cours. Ce taux devrait ensuite augmenter progressivement pour se situer à hauteur de 1,07% au premier semestre de 2011.

Enfin, le renchérissement constaté des cours des matières premières sur les marchés internationaux, résultant principalement de l'accroissement de la demande émanant des économies émergentes, devrait entraîner sur une hausse sensible des prix à l'importation. En conséquence, le scénario central pour le présent exercice de prévision retient une

tendance haussière pour les indicateurs de prix à l'importation inclus dans les modèles de prévision avec, néanmoins, une progression plus modérée par rapport à l'évolution annoncée dans le cadre du RPM du mois de mars.

6.1.2 Environnement national

En ligne avec les projections présentées dans le Rapport sur la politique monétaire de mars, les perspectives de croissance de l'économie nationale demeurent favorables pour l'année 2010. Cet optimisme est essentiellement dû à la bonne campagne agricole anticipée pour cette année et à la poursuite progressive de la reprise des activités non agricoles. Toutefois, le redressement de l'activité économique, dépendant de la demande étrangère adressée au Maroc, demeure sensible aux évolutions récentes dans la zone euro.

Comparativement au précédent RPM, la production céréalière anticipée pour la campagne agricole 2009-2010 a été revue à la hausse. En effet, Bank Al-Maghrib table désormais sur une production de 76 millions de quintaux, en concordance avec les dernières estimations du Ministère de l'Agriculture et de la Pêche Maritime. Cette prévision représente un niveau supérieur au scénario d'une année moyenne habituellement pris en compte en début de campagne agricole (60-65 millions de quintaux). Compte tenu de l'effet de base lié aux récoltes exceptionnelles réalisées en 2009, le scénario central retient donc pour cet exercice de prévision une contraction de la valeur ajoutée agricole comprise entre 4% et 5%.

L'activité non-agricole devrait, quant à elle, afficher une expansion plus favorable que celle escomptée pour l'année 2009 qui était

de 2,2%. Ce redressement de l'activité serait principalement tiré par la demande intérieure qui devrait profiter des mesures prises dans le cadre de la Loi de Finances 2010, notamment le soutien du pouvoir d'achat des ménages et le renforcement du budget d'investissement public. Par ailleurs, l'amélioration de la demande étrangère adressée au Maroc, quoiqu'encore modérée, devrait elle aussi soutenir la relance de l'activité non agricole. Néanmoins, cette croissance anticipée reste inférieure à la moyenne historique de 6,5% constatée sur la période 2000-2007, en raison des perspectives mitigées relatives à la relance de l'activité économique chez les principaux partenaires commerciaux du Maroc.

Dans ces conditions, nous prévoyons un ralentissement de l'activité économique nationale pour l'année 2010, avec un taux de croissance qui devrait être compris dans une fourchette allant de 3% à 4%.

Selon les dernières données disponibles relatives au marché du travail, datant du premier trimestre 2010, le taux de chômage s'élève à 10%, soit une augmentation de 0,4% par rapport au même trimestre de l'année précédente. Cette augmentation est imputable, en grande partie, au chômage en milieu urbain qui a enregistré un taux de 14,7% en lien, principalement, avec la perte d'emplois constatée dans le secteur des services. En revanche, les secteurs de l'agriculture, forêt et pêches, le BTP et l'industrie ont enregistré des créations nettes d'emplois. Le taux de chômage rural, pour sa part, est resté quasi stable comparativement à la même période de l'année précédente.

Selon l'enquête trimestrielle de conjoncture de Bank Al-Maghrib d'avril 2010, les industriels marocains prévoient néanmoins une hausse des

effectifs employés pour le trimestre en cours dans l'ensemble des branches, à l'exception des industries du textile et du cuir. De plus, les perspectives favorables à l'activité économique, qui continuent d'être soutenues par l'anticipation d'une bonne campagne agricole, laissent présager d'une amélioration du marché du travail.

Toutefois, ces conditions ne devraient pas peser sur l'évolution du niveau des salaires. Ainsi, aucune réévaluation du SMIG n'est anticipée dans le cadre du scénario central sur les six trimestres de notre horizon de prévision.

Le redressement de l'activité mondiale devrait impacter l'évolution des prix des produits pétroliers. En effet, le FMI a revu à la hausse ses prévisions relatives au prix du baril (panier) qui se situent désormais à 80 dollars pour 2010 et à 83 dollars pour 2011. De même, le prix du baril sur le marché des futures indique un ordre de prix de 77 dollars pour 2010 et 79,8 dollars pour 2011. Cette tendance à la hausse s'expliquerait par une reprise de la demande potentiellement soutenue des économies émergentes, en particulier la Chine, ainsi qu'une reprise de l'activité dans les pays avancés, notamment aux Etats-Unis. Toutefois, ces prévisions indiquent que le système de compensation national resterait soutenable étant donné les charges programmées dans le cadre de l'actuelle Loi de Finances et effectuées sur la base d'un scénario de 75 dollars le baril. Dans ces conditions, le scénario central de prévision retient l'hypothèse d'une stagnation du prix du gasoil à la pompe à 7,15 DH le litre.

Les risques inflationnistes liés à l'environnement national restent modérés pour les prochains trimestres. Cette situation s'explique par de faibles tensions salariales, un niveau modéré du taux d'utilisation des capacités de production qui s'élève à 73% en avril (Enquête mensuelle

de conjoncture de Bank Al-Maghrib) et la décélération de l'accroissement annuel des crédits bancaires. Enfin, le pourcentage de chefs d'entreprises prévoyant une stagnation de l'inflation pour les trois prochains mois resterait élevé selon la même enquête.

6.2 Prévision d'inflation et balance des risques

Dans l'hypothèse de non-matérialisation des principaux risques, la prévision centrale à l'horizon des six prochains trimestres serait de l'ordre de 1,7%. Ce niveau reste en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. En comparaison avec les prévisions présentées dans le cadre du dernier Rapport sur la politique monétaire, la prévision d'inflation pour l'année 2010 a été légèrement revue à la hausse passant de 1% à 1,2%. Cette révision est principalement liée à la réalisation de l'inflation du premier trimestre de l'année en cours, de l'ordre de 0,1%, qui s'est avérée plus importante que la prévision de -0,3% annoncée dans le cadre du RPM de mars 2010 (en raison des inondations qui ont impacté à la hausse les prix des produits frais).

Concernant l'évolution des prévisions trimestrielles sur un horizon de six trimestres, l'inflation devrait dans un premier temps augmenter de manière significative pour atteindre 1,2% à l'issue de ce présent trimestre. Cette tendance haussière devrait se maintenir sur les deux prochains trimestres de l'année 2010, avec une inflation passant de 1,3% pour le troisième trimestre à 2,1% pour le quatrième trimestre (prévisions inchangées par rapport au RPM de mars 2010). L'année 2011 devrait quant à elle être caractérisée par une inflation modérée, quoique plus importante qu'en 2010. Ainsi et pour les trois premiers trimestres de l'année à venir, l'inflation devrait se situer autour d'une moyenne de 1,9%, avec des taux respectifs

de 1,9%, 2,0% et 1,8% (contre 2,1% et 1,9% publiés dans le dernier RPM pour les trimestres de chevauchement, à savoir 2011:T1 et 2011:T2).

Ces prévisions sont effectuées sur la base d'hypothèses considérées comme étant les plus probables. Cependant, plusieurs sources d'incertitudes, provenant aussi bien de l'évolution future des variables exogènes que des modèles utilisés pour la prévision, 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 asymétrique, représentée sous la forme d'un Fan Chart. Il s'agit d'une évaluation probabiliste des régions d'incertitudes qui entourent la prévision centrale (voir Graphique 6.1).

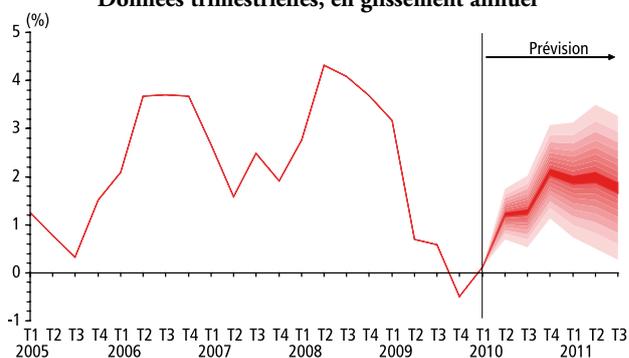
Le Fan Chart du présent exercice de prévision laisse entrevoir une légère asymétrie vers le haut. Cette asymétrie découle de risques potentiels liés à l'environnement international (un taux de croissance plus important des prix à l'import), ainsi que de risques liés à l'environnement national (évolution future des crédits bancaires). 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 2010 T2 – 2011 T3

	2010			2011			Moyenne	
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	2010	HP*
Prévision Centrale (%)	1,2	1,3	2,1	1,9	2,0	1,8	1,2	1,7

Glissement annuel
*(HP) Horizon de prévision

Graphique 6.1 : Projections de l'inflation 2010 T2 - 2011 T3
Données trimestrielles, en glissement annuel



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

بنك المغرب
بنك المغرب

بنك المغرب
بنك المغرب

بنك المغرب
بنك المغرب

Dépôt légal : 2007/0033

BANK AL-MAGRIB

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

Tél. :(212) 5 37 70 66 45

Fax :(212) 5 37 20 67 68

E mail : deri@bkam.ma

www.bkam.ma

بنك المغرب
بنك المغرب