



◆ **RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE** ◆

N° 17 / 2010

Document préparé pour  
le Conseil de Bank Al-Maghrib  
du 21 décembre 2010





## Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour  
le Conseil de Bank Al-Maghrib  
du 21 décembre 2010

بنك المغرب

بنك المغرب  
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

<b>Liste des graphiques, des tableaux et des encadrés</b> .....	<b>5</b>
<b>Communiqué de presse</b> .....	<b>9</b>
<b>Aperçu général</b> .....	<b>11</b>
<b>1. Orientation de l’offre et de la demande globale</b> .....	<b>13</b>
1.1 Production .....	13
1.2 Consommation .....	17
1.3 Investissement .....	18
1.4 Commerce extérieur .....	19
<b>2. Pressions sur les capacités de production et marché du travail</b> .....	<b>21</b>
2.1 Tensions sur les capacités de production .....	21
2.2 Tensions sur le marché du travail .....	23
<b>3. Environnement international et prix à l’importation</b> .....	<b>26</b>
3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde .....	26
3.2 Inflation dans le monde .....	32
3.3 Prix du pétrole des matières premières hors énergie .....	33
3.4 Indice des valeurs unitaires à l’importation du Maroc .....	34
<b>4. Conditions monétaires et prix des actifs</b> .....	<b>36</b>
4.1 Conditions monétaires .....	36
4.2 Prix des actifs .....	43
<b>5. Evolution récente de l’inflation</b> .....	<b>46</b>
5.1 Evolution de l’inflation .....	46
5.2 Biens échangeables et biens non échangeables .....	47
5.3 Biens et services .....	48
5.4 Indice des prix à la production industrielle .....	49
5.5 Anticipations d’inflation .....	50
<b>6. Perspectives de l’inflation</b> .....	<b>51</b>
6.1 Hypothèses du Scénario de base .....	51
6.2 Prévision d’inflation et balance des risques .....	54

## LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Projections de la croissance T3 2010-T3 2011.....	14
Graphique 1.2	: Evolution du produit intérieur brut, de la valeur ajoutée agricole et non agricole.....	14
Graphique 1.3	: Contributions en points de pourcentage des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance de la valeur ajoutée globale.....	14
Graphique 1.4	: Evolution des valeurs ajoutées.....	15
Graphique 1.5	: Evolution de la valeur ajoutée du BTP, des ventes trimestrielles de ciments et des crédits au secteur BTP.....	15
Graphique 1.6	: Production industrielle passée et prévue.....	15
Graphique 1.7	: Contributions des branches d'activités à la croissance globale.....	16
Graphique 1.8	: Evolution trimestrielle de la consommation finale des ménages, des crédits à la consommation et des recettes voyages.....	16
Graphique 1.9	: Evolution en volume de la consommation finale des ménages.....	16
Graphique 1.10	: Evolution trimestrielle de la formation brute de capital fixe, de la valeur ajoutée non agricole, et des crédits à l'équipement.....	17
Graphique 1.11	: Evolution en volume de l'investissement.....	17
Graphique 1.12	: Evolution du climat général des affaires et des dépenses d'investissement.....	17
Graphique 1.13	: Indicateur composite avancé pondéré des pays partenaires.....	18
Graphique 1.14	: Evolution du total des exportations et des exportations hors phosphates.....	18
Graphique 1.15	: Evolution du total des importations et des importations hors énergie.....	19
Graphique 1.16	: Evolution des quantités et des prix du pétrole brut et du gasoil et fuel.....	20
Graphique 1.17	: Evolution des quantités et des prix du phosphate et d'acide phosphorique.....	20
Graphique 2.1	: Output-gap non agricole.....	21
Graphique 2.2	: Output-gap non agricole et inflation sous-jacente.....	21
Graphique 2.3	: Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie.....	22
Graphique 2.4	: Productivité apparente du travail (PIB non agricole/emploi urbain).....	22
Graphique 2.5	: Evolution des composantes du coût unitaire de production par secteur.....	23
Graphique 2.6	: Croissance non agricole et chômage urbain, T2 2001 - T3 2010.....	22
Graphique 2.7	: Taux de chômage en milieu urbain.....	23
Graphique 2.8	: Evolution de la structure du chômage par sexe, âge et diplôme.....	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 (T2 1998-T2 2010).....	24
Graphique 2.11	: Variation des coûts unitaires de la main-d'oeuvre du secteur manufacturier marocain par rapport à d'autres pays, 2009T2-2010T2.....	25
Graphique 2.12	: Variation de l'indice des salaires moyen dans le secteur privé en termes nominal et réel.....	25
Graphique 2.13	: SMIG en termes nominal et 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 et aux Etats-Unis.....	27
Graphique 3.4	: Evolution des CDS dans les pays périphériques de la zone euro.....	27
Graphique 3.5	: Evolution des CDS dans les pays émergents (Brésil, Russie, Inde, Chine) et au Maroc.....	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	: Evolution du taux de variation du chômage pondéré des pays partenaires et du taux de croissance des transferts des MRE.....	31

Graphique 3.13	: Cours mondial du pétrole (Brent).....	31
Graphique 3.14	: Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie.....	32
Graphique 3.15	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés.....	32
Graphique 3.16	: Perspectives d'évolution des indices des prix des matières premières.....	33
Graphique 3.17	: Indice des prix à l'import hors énergie.....	33
Graphique 3.18	: Indice des prix à l'import des produits alimentaires.....	34
Graphique 3.19	: Indice des prix à l'import des produits miniers.....	34
Graphique 3.20	: Indice des prix à l'import des demi-produits.....	34
Graphique 3.21	: 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 4.2	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché des valeurs du Trésor.....	37
Graphique E 4.1.1	: Evolution de la position de liquidité et du TMP en moyenne trimestrielle.....	37
Graphique E 4.1.2	: Position de liquidité et TMP du marché monétaire interbancaire.....	37
Graphique E 4.1.3	: Variation des réserves obligatoires.....	38
Graphique E 4.1.4	: Evolution de l'effet des facteurs de liquidité.....	38
Graphique E 4.1.5	: Interventions de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire.....	38
Graphique E 4.1.6	: Evolution de la moyenne et de l'écart-type du TMP du marché interbancaire.....	38
Graphique 4.3	: Evolution des taux débiteurs.....	39
Graphique 4.4	: Evolution du taux interbancaire et des taux débiteurs.....	39
Graphique 4.5	: Croissance de M3 et sa tendance, en glissement annuel.....	39
Graphique 4.6	: Excédent monétaire (en % de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en termes réels).....	39
Graphique 4.7	: Contributions des principales contreparties à la croissance de la masse monétaire.....	40
Graphique 4.8	: Evolution des principales composantes de M3.....	40
Graphique 4.9	: Contributions des agents non financiers à la croissance du total des dépôts.....	40
Graphique 4.10	: Croissance du crédit et sa tendance.....	40
Graphique 4.11	: Contribution des agents non financiers à la croissance du crédit.....	41
Graphique 4.12	: Croissance annuelle des principales catégories du crédit.....	41
Graphique 4.13	: Contribution des différentes catégories à la croissance annuelle du crédit.....	41
Graphique 4.14	: Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets.....	41
Graphique 4.15	: Evolution trimestrielle de l'encours des créances nettes sur l'administration centrale.....	42
Graphique 4.16	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme.....	42
Graphique 4.17	: Evolution des agrégats PL1 et PL2.....	42
Graphique 4.18	: Croissance annuelle de PL3 et du Masi.....	42
Graphique 4.19	: Taux de change du dirham.....	43
Graphique 4.20	: Taux de change effectif.....	43
Graphique 4.21	: Indice des prix des actifs immobiliers en Espagne, au Royaume-Uni, en France et au Maroc.....	43
Graphique 4.22	: Indice des prix des actifs immobiliers.....	43
Graphique 4.23	: Indice des prix des actifs immobiliers et crédits à l'habitat.....	44
Graphique 4.24	: Indice des prix des actifs immobiliers et indice boursier du secteur immobilier.....	44
Graphique 4.25	: Indices boursiers.....	44
Graphique 4.26	: Valorisation du marché boursier au Maroc et dans certains pays émergents à fin septembre 2010.....	45
Graphique 4.27	: Evolution des indices sectoriels au 3 <sup>ème</sup> trimestre.....	45
Graphique 5.1	: Inflation et inflation sous-jacente.....	46
Graphique 5.2	: Contributions des principales composantes à l'inflation.....	46
Graphique 5.3	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables.....	47
Graphique 5.4	: Contribution des échangeables et des non échangeables à l'inflation.....	48
Graphique 5.5	: Evolution des prix des produits échangeables et non échangeables hors produits alimentaires volatils et réglementés.....	48
Graphique 5.6	: Evolution de l'inflation des biens échangeables hors produits volatils et réglementés et celle des partenaires commerciaux.....	49

Graphique 5.7	: Contributions des prix des biens et services à l'inflation .....	49
Graphique 5.8	: Evolution des indices des prix à la production industrielle .....	49
Graphique 5.9	: Contributions des principales rubriques à l'indice des prix à la production manufacturière .....	50
Graphique 5.10	: Evolution des prix des produits alimentaires au Maroc et sur les marchés internationaux.....	50
Graphique 5.11	: Evolution des prix des produits industriels pour les trois prochains mois .....	50
Graphique 5.12	: Anticipation de l'inflation selon les chefs des entreprises pour les trois prochains mois .....	50
Graphique 6.1	: Projections de l'inflation 2010 T4 - 2012 T1 .....	55

## LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1	: Evolution du PIB trimestriel aux prix chaînés .....	13
Tableau 1.2	: Evolution de la balance commerciale à fin octobre 2010.....	19
Tableau 2.1	: Indicateurs trimestriels d'activités et de chômage par milieu de résidence .....	23
Tableau 3.1	: Perspectives 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 (en dollars US) .....	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 (placements à terme) .....	37
Tableau 4.3	: Valorisation du marché des actions .....	44
Tableau 5.1	: Inflation et ses composantes .....	47
Tableau 5.2	: Prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur.....	47
Tableau 5.3	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables .....	48
Tableau 5.4	: Indices des prix des biens échangeables et non échangeables hors produits volatils et réglementés.....	48
Tableau 5.5	: Indices des prix des biens et services.....	49
Tableau 6.1	: Prévision de l'inflation pour 2010 T4 – 2012 T1.....	55

## LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 4.1	: Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire.....	37
-------------	---	----

بنك المغرب  
بنك المغرب

---

## COMMUNIQUÉ DE PRESSE

### REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 21 décembre 2010

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu sa réunion trimestrielle le mardi 21 décembre 2010.
2. Le Conseil a examiné l'évolution récente de la situation économique, monétaire et financière, ainsi que les prévisions d'inflation, établies par les services de la Banque à l'horizon du premier trimestre 2012.
3. Le Conseil a noté que l'inflation est demeurée modérée, en relation avec la faiblesse des pressions émanant de la demande et du niveau encore bas de l'inflation dans les principaux pays partenaires. L'inflation en glissement annuel s'est située à 2,6% en novembre 2010, essentiellement sous l'effet de l'augmentation des prix des produits volatils, après 0,5% au troisième trimestre. Parallèlement, l'inflation sous-jacente, qui reflète la tendance fondamentale des prix, continue d'évoluer à des rythmes très modérés, ne dépassant pas 1% depuis le deuxième trimestre 2009. Quant aux prix à la production industrielle, dont l'évolution dépend principalement de celle des cours mondiaux des matières premières, ils se sont accrus de 7,1% en octobre, après 4,9% en septembre et 5,7% en août.
4. Les conditions financières sur le plan international ont été marquées par l'apparition de nouvelles tensions sur les marchés obligataires et des changes, en liaison avec l'accentuation des problèmes des finances publiques dans certains pays de la zone euro. Ces évolutions, combinées à un chômage élevé et une demande peu dynamique, accroissent les incertitudes entourant la reprise, encore lente et fragile, de l'activité dans les principaux pays partenaires.
5. Ces perspectives incertaines de l'environnement international ne manqueront pas d'avoir un impact sur l'activité domestique. Dans ce contexte, alors que la croissance globale serait proche de 4% en 2010, celle du secteur non agricole devrait se stabiliser autour de 5% au cours des prochains trimestres.
6. L'analyse des conditions monétaires à fin octobre 2010 montre la poursuite de la croissance modérée de M3, avec un rythme de 5,7% en glissement annuel, après 6,7% en moyenne au cours des trois derniers trimestres de 2010. Dans ces conditions, l'écart monétaire se maintient à un niveau négatif, dénotant l'absence de pressions d'origine monétaire sur les prix. Comme au cours des dix premiers mois de l'année, le crédit évoluerait en 2011 à un rythme de croissance proche de sa moyenne de long terme. Pour leur part, les réserves de change, qui représentent à ce jour environ 7 mois d'importations de biens et services, ont fait preuve d'une meilleure résilience qu'anticipée en début d'année.
7. Sur la base de l'ensemble de ces éléments, la prévision centrale de l'inflation demeure proche de celle publiée en septembre dernier. En moyenne, l'inflation devrait s'établir à environ 1% en 2010 et avoisiner 2,2% sur l'horizon de prévision de six trimestres. Au terme de cet horizon, soit le premier trimestre 2012, elle se situerait à près de 2%. Pour sa part, l'inflation sous-jacente devrait également rester en ligne avec la stabilité des prix.

8. Dans ce contexte, caractérisé par une prévision centrale durablement en ligne avec l'objectif de stabilité des prix et une balance des risques entourant cette prévision globalement neutre, le Conseil a décidé de maintenir le taux directeur à 3,25%.
9. Le Conseil a également examiné les projections budgétaires triennales et approuvé le budget pour l'exercice 2011.
10. Conformément aux meilleures pratiques de gouvernance des banques centrales, les membres du Conseil ont décidé d'adhérer à un code de déontologie qui définit les principes et valeurs d'éthique les concernant.
11. Le Conseil a arrêté le calendrier de ses réunions pour l'année 2011 comme suit :
  - **29 mars 2011**
  - **14 juin 2011**
  - **20 septembre 2011**
  - **20 décembre 2011**

---

## APERÇU GÉNÉRAL

Conformément aux analyses et prévisions de Bank Al-Maghrib, établies lors des derniers Rapports sur la politique monétaire (RPM), l'inflation est restée modérée, en liaison avec la faiblesse des pressions de la demande et la lenteur du rythme de progression des prix dans les principaux pays partenaires. L'inflation s'est en effet établie à 1,8% en octobre, en glissement annuel, après 0,5% au troisième trimestre 2010, reflétant principalement le renchérissement ponctuel de certains produits alimentaires, tandis que l'inflation sous jacente s'est limitée à 0,5%. Quant à l'indice des prix à la production industrielle, il a augmenté de 7,1%, au lieu de 4,9% en septembre, du fait de la remontée des cours mondiaux des matières premières.

Au niveau international, les conditions financières ont connu certaines tensions, notamment au niveau des marchés obligataires et monétaires de la zone euro, consécutivement à l'accentuation des problèmes liés aux finances publiques des pays périphériques de la zone. En revanche, la progression du crédit s'est poursuivie, bien qu'à un rythme inférieur à ceux observés avant le déclenchement de la crise, tandis que les principaux indicateurs boursiers ont été orientés à la hausse. Sur les marchés de change, la volatilité des cours ne s'est pas atténuée, avec notamment une dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar en novembre, après l'appréciation constatée en octobre. En outre, des incertitudes de plus en plus importantes entourent l'évolution du dollar, après l'annonce de nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif par la FED.

Dans le même temps, à la lumière des dernières données disponibles relatives à la sphère réelle, la reprise de l'économie mondiale se poursuit, tirée essentiellement par les performances des pays émergents, tandis que le redressement des économies avancées demeure en deçà des rythmes nécessaires au raffermissement de la demande et à la résorption des niveaux élevés de chômage. Pour les prochains trimestres, les perspectives de croissance des différents organismes nationaux et internationaux n'indiquent pas de rebonds significatifs. Elles s'orientent même vers un ralentissement de la croissance mondiale en 2011, en raison de la persistance de facteurs de risques liés aux difficultés des finances publiques et à la lenteur du redressement des indicateurs du marché de l'emploi et du crédit dans les pays industrialisés. Dans ce contexte, et en dépit de la remontée des cours des matières premières sur les marchés internationaux, les tensions inflationnistes demeurent relativement faibles, en particulier dans les économies avancées où l'inflation devrait rester globalement inférieure à 2% à l'horizon 2011.

En dépit de la lenteur ainsi observée de la reprise de l'économie mondiale, particulièrement au niveau des principaux partenaires européens, les indicateurs du compte courant de la balance des paiements au niveau national ont de nouveau marqué des évolutions favorables. En effet, les exportations ont augmenté à fin octobre de 27%, avec une progression de 15,2% de celles hors phosphates et dérivés, tandis que les recettes de voyages et les transferts des MRE se sont accrus respectivement de 6,6% et de 7,7%. Parallèlement, les importations ont augmenté de 13,5%, en raison essentiellement de la hausse de 35,7% de la facture énergétique. Conjuguées à l'amélioration des indicateurs du compte des opérations financières, ces évolutions se sont traduites par une résilience des réserves de change qui représentent à ce jour, près de 7 mois d'importations de biens et services.

Le redressement de la demande extérieure et le renforcement relatif de la demande intérieure ont contribué à la consolidation de la croissance des activités non agricoles. Toutefois, en liaison avec la dissipation progressive des effets de base liés aux faibles performances enregistrées au cours des deux premiers trimestres 2009, la croissance non agricole devrait marquer un ralentissement au deuxième semestre, pour se situer entre 4,5% et 5,5% sur l'ensemble de l'année 2010. Dans ces conditions, l'output gap non agricole, pertinent pour l'évaluation des tensions inflationnistes, devrait se situer à un niveau légèrement supérieur à zéro au deuxième semestre et devrait demeurer faible durant les prochains trimestres. Compte tenu de la baisse de la valeur ajoutée agricole, la hausse du PIB devrait se situer autour de 3% au deuxième semestre et entre 3% et 4% pour l'ensemble de l'année, en ligne avec les estimations présentées lors du dernier Rapport sur la politique monétaire.

Au niveau des conditions monétaires, les dernières données confirment la poursuite de la modération de la création monétaire, l'agrégat M3 s'étant accru de 5,7% en glissement annuel en octobre, après 6,7% en moyenne des trois derniers trimestres. Dans ces conditions, l'excédent monétaire s'est maintenu à un niveau négatif, dénotant de l'absence des pressions d'origine monétaire sur les prix. Parallèlement, le crédit a progressé de 12,1%, rythme légèrement inférieur à celui observé lors des neuf premiers mois de l'année et comparable au rythme d'évolution de long terme. S'agissant des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le troisième trimestre indiquent une baisse du taux d'intérêt moyen pondéré, en relation essentiellement avec le recul des taux appliqués aux crédits à l'immobilier et à l'équipement. Pour ce qui est des prix des actifs, l'indice des prix immobiliers calculé par BAM fait ressortir une hausse de 2,4% au troisième trimestre, dans un marché caractérisé par un tassement des volumes des transactions.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, et à l'instar des résultats des exercices de prévision précédents, l'inflation à l'horizon des six prochains trimestres devrait rester en ligne avec la stabilité des prix. Toutefois, la prévision centrale a été légèrement revue à la hausse, comparativement à celle communiquée dans le RPM de septembre 2010, en raison de l'intégration de l'augmentation ponctuelle des prix des produits alimentaires au cours du quatrième trimestre. Ainsi, au terme de l'horizon de prévision, soit le premier trimestre de l'année 2012, l'inflation devrait se situer à 2%. Sur l'horizon de prévision, l'inflation moyenne s'établirait à 2,2% contre 1,9% prévu auparavant. L'inflation ressortirait en moyenne à 1% en 2010 et à 2,3% en 2011, tandis que l'inflation sous-jacente devrait se situer en dessous de 2% au terme de l'horizon de prévision. La balance des risques entourant la prévision centrale est globalement neutre.

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

La croissance nationale s'est établie à 3,5% au premier semestre et devrait revenir à 3% au deuxième semestre, reflétant notamment le recul de la croissance non agricole, dont le rythme de progression est estimé à près de 4,7%, contre celui de 5,3% observé au premier semestre. La dynamique du secteur non agricole devrait être tirée par la bonne orientation des activités minières, énergétiques et tertiaires, alors que la valeur ajoutée de l'industrie et celle du BTP, bien qu'en amélioration par rapport au premier semestre, devraient progresser à des rythmes inférieurs à ceux d'avant crise. A la faveur de la vigueur de la consommation des ménages et de la reprise graduelle de l'investissement privé, la demande intérieure continuerait à soutenir la croissance, mais avec une contribution inférieure à la moyenne des cinq dernières années. Par ailleurs, les indicateurs des échanges extérieurs disponibles à fin octobre font ressortir une hausse des exportations nettement plus rapide que celle des importations, ce qui devrait améliorer la contribution de la demande extérieure nette à la croissance globale, avec notamment un taux de couverture de 49,3% contre 44,1% au cours de la même période de l'année précédente. Au total, les évolutions ainsi observées et l'analyse des différents indicateurs de haute fréquence ne suggèrent pas de révisions significatives des prévisions des comptes nationaux pour l'ensemble de l'année 2010, la croissance du PIB devant se situer entre 3% et 4%, recouvrant une hausse de la valeur ajoutée non agricole entre 4,5% et 5,5% et un repli de celle agricole de l'ordre de 7%.

### 1.1 Production

Le redressement des activités non agricoles devrait se poursuivre aux troisième et quatrième trimestres 2010, mais à un rythme moins prononcé, en glissement annuel, comparativement à celui enregistré depuis le quatrième trimestre 2009, reflétant en partie la dissipation des effets de base. L'analyse des différentes données disponibles indique en effet que la croissance non agricole devrait s'établir autour de 4,7% au deuxième semestre de l'année, à la faveur de la bonne orientation des activités minières et énergétiques, ainsi que de la consolidation des activités tertiaires. Dans ces conditions, et compte tenu d'une baisse de près de 7% de la valeur ajoutée agricole, la croissance globale s'établirait autour de 3% au deuxième semestre.

Sur l'ensemble de l'année, les prévisions établies dans le cadre du dernier Rapport sur la politique monétaire ont été maintenues, à savoir une croissance globale entre 3% et 4%, tirée par une hausse de la valeur ajoutée non agricole comprise dans une fourchette de 4,5% à 5,5%.

Au niveau du secteur primaire, le recul de l'activité se confirme avec la baisse de 30% du volume de céréales commercialisé à fin

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

Branches d'activités en %	2009				2010			
	TI	TII	TIII	TIV	TI	TII	TIII <sub>E</sub>	TIV <sub>P</sub>
Agriculture	30,7	31,2	29,4	31,1	-8,6	-7,6	-7,3	-6,6
<b>VA non agricole</b>	-2,2	0,1	0,9	5,4	6,1	4,9	4,8	4,6
Industrie extractive	-46,8	-31,0	-21,9	14,0	107,9	46,9	49,4	21,8
Industrie de transformation	-1,5	-1,0	-0,1	3,3	1,6	1,5	1,9	2,1
Electricité et eau	6,2	2,3	3,3	2,2	6,7	11,3	10,1	10,4
Bâtiment et travaux publics	2,6	3,9	1,0	6,1	2,9	2,6	2,8	2,9
Commerce	3,1	2,7	3,0	5,3	1,6	1,9	2,5	2,9
Hôtels et restaurants	-5,8	-2,0	0,1	2,9	6,7	8,3	6,4	6,8
Transports	1,5	2,6	2,3	4,9	7,6	5,6	5,5	5,9
Postes et télécommunications	2,8	3,3	3,9	1,1	4,1	3,1	3,2	3,9
Administration publique générale et sécurité sociale	7,7	7,7	7,6	7,6	3,4	3,3	3,5	3,6
Autres services*	3,5	3,7	3,5	4,0	4,3	4,9	4,9	4,8
Impôts sur les produits nets des subventions	4,0	3,1	6,5	5,1	4,1	4,0	4,5	4,6
PIB hors agriculture	-1,5	0,4	1,5	5,4	5,8	4,8	4,8	4,6
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>2,2</b>	<b>4,2</b>	<b>4,9</b>	<b>8,6</b>	<b>3,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>

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

Sources : HCP, estimations et prévisions de BAM

octobre 2010 alors que celui des importations de céréales, constitué à hauteur de 45% de blé tendre, a progressé de 88%. En outre, les exportations de primeurs, selon les données arrêtées au 21 novembre, ont baissé d'un quart, alors que les livraisons d'agrumes ont été orientées à la hausse.

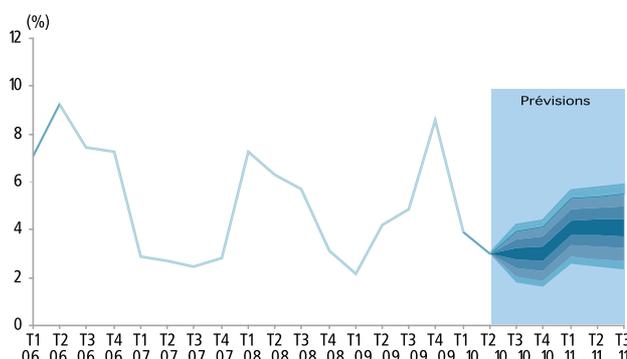
S'agissant de l'activité des pêches maritimes, les débarquements de la pêche côtière et artisanale, à fin octobre 2010, ont progressé de 3% en valeur et de 8% en volume, recouvrant une augmentation de 8% des prises de poisson pélagique, une baisse de 8% de celles de poisson blanc et de 5,4% de céphalopodes, de crustacés et de coquillage.

Au niveau des activités secondaires, l'année 2010 est marquée par un redressement de la contribution du secteur à la croissance économique, à la faveur d'une nette amélioration de l'industrie extractive et d'une reprise graduelle des industries de transformation et du BTP. En effet, après une hausse de 5,8% au deuxième trimestre, le secteur devrait progresser de 6,4% au troisième trimestre et contribuer ainsi à hauteur de 1,5 point de pourcentage à la croissance globale.

Sur la base des dernières données disponibles, les activités extractives devraient s'inscrire dans la continuité du dynamisme enregistré au cours des derniers trimestres, tout en affichant un léger ralentissement en liaison avec la dissipation graduelle des effets de base. En effet, la production de phosphate brut a augmenté, à fin septembre, de 60,6% contre une baisse de 41,8% un an auparavant pour atteindre près de 7 millions de tonnes. De même, la production de l'acide phosphorique et des engrais naturels a enregistré une hausse de respectivement 45,5% et 48,0%.

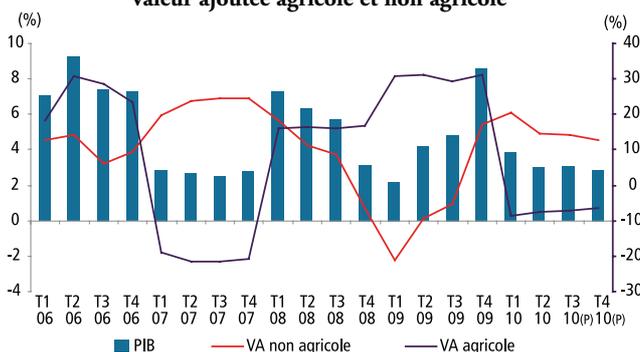
En revanche, la valeur ajoutée de l'industrie de transformation, bien qu'en redressement continu depuis plusieurs trimestres, devrait

Graphique 1.1 : Projections de la croissance T3 2010-T3 2011\*



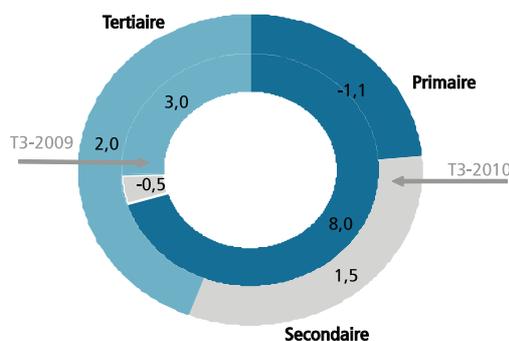
(\* Eventails en fonction de l'écart type  
Sources : HCP, estimations et prévisions de BAM

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



Sources : HCP et prévisions de BAM

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



Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM

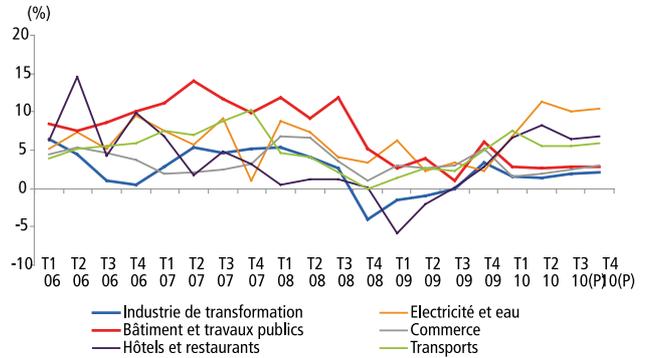
progresser à un rythme limité à 2% au deuxième semestre 2010. Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie relatifs au mois d'octobre font état d'une bonne orientation du secteur, indiquant une hausse de la production dans l'ensemble des branches ainsi que des perspectives globalement favorables pour les prochains mois. Ils font toutefois ressortir un niveau de commandes encore faible et un niveau de stocks supérieur au niveau habituel.

Parallèlement, la valeur ajoutée des activités du raffinage de pétrole, représentant environ 1% de la valeur ajoutée de l'industrie de transformation, devrait connaître une expansion, suite essentiellement à la hausse de 68% de la production du gasoil après l'entrée en pleine production des nouvelles installations de la raffinerie de Mohammedia.

Dans la branche « électricité et eau », la valeur ajoutée devrait croître de près de 10% au cours du deuxième semestre après une hausse de 9% au premier semestre. La production de l'Office national de l'électricité a augmenté, en glissement annuel, de 6,8% à fin septembre, permettant ainsi de réduire les importations d'électricité de 11,5%. Les ventes de l'Office destinées aux industriels ont connu une hausse de 9,5% et celles aux ménages une progression de 7,5%.

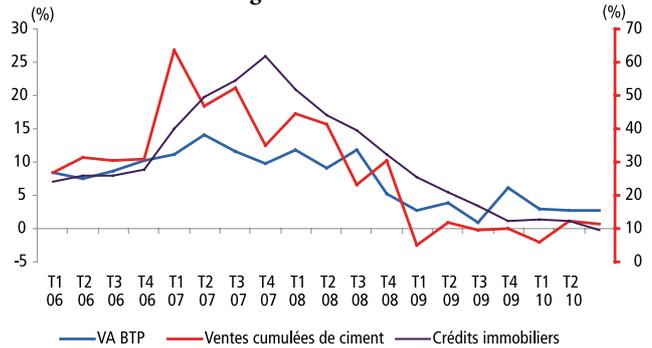
Le rythme d'évolution de la branche du BTP resterait au dessous de son niveau observé avant la crise, avec une progression de 2,8% au deuxième semestre, en quasi-stabilité par rapport au premier semestre. Au terme des neuf premiers mois de l'année, les ventes de ciment, principal indicateur du secteur, ont affiché une hausse, limitée à 0,6% après une baisse de 0,2% au cours de la même période de 2009, en liaison essentiellement avec la baisse des activités de construction au cours du mois de Ramadan. Pour leur part, les crédits immobiliers ont

Graphique 1.4 : Evolution des valeurs ajoutées, en glissement annuel



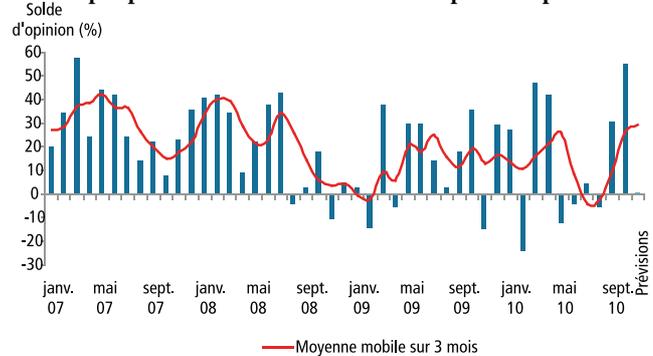
Sources : HCP et prévisions BAM

Graphique 1.5 : Evolution de la valeur ajoutée du BTP, des ventes trimestrielles de ciments et des crédits au secteur BTP, en glissement annuel



Sources : APC et prévisions BAM

Graphique 1.6 : Production industrielle passée et prévue



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

enregistré une hausse de 9,1% au lieu de 15% à fin septembre 2009.

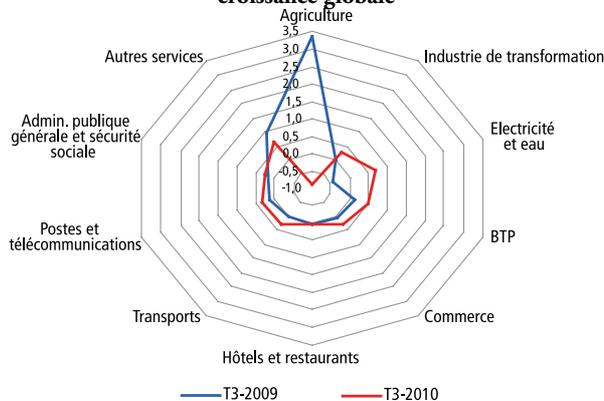
S'agissant du secteur tertiaire, sa croissance au troisième trimestre 2010 devrait rester soutenue, de l'ordre de 4,1% et sa contribution à la croissance attendrait 2 points de pourcentage et ce, à la faveur de la bonne orientation des branches de transport, du commerce et des services publics, ainsi qu'aux performances des activités touristiques.

En effet, les principaux indicateurs du secteur touristique laissent indiquer un net ajustement à la hausse sur l'ensemble de l'année 2010, après le choc défavorable ayant touché le secteur à partir de fin 2008. A fin octobre, le flux touristique et les nuitées déclarées par les unités classées ont ainsi progressé de près de 12%, tandis que le taux d'occupation est passé de 43% à 45%. De même, les recettes de voyages se sont élevées à 47 milliards de dirhams, en hausse de 6,6% d'une année à l'autre.

La valeur ajoutée de la branche des postes et télécommunications devrait croître au deuxième semestre à un rythme comparable à celui enregistré au premier semestre de l'année, soit 3,6%. Le parc de la téléphonie fixe et mobile a augmenté, à fin septembre, de respectivement 9,2% et 21,6%, alors que celui de l'Internet a progressé de 57,1% pour s'établir à 1,6 million d'abonnés.

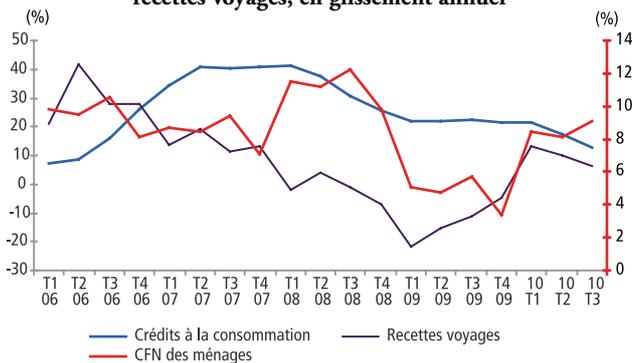
La valeur ajoutée du transport devrait connaître une progression de 5,7% au deuxième semestre 2010, reflétant la bonne tenue des transports ferroviaires et maritimes, ainsi que la forte progression du trafic aérien (15,6% à fin septembre). Pour sa part, le commerce devrait croître de près de 2,7%, reflétant les évolutions contrastées des activités agricoles et non agricoles.

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



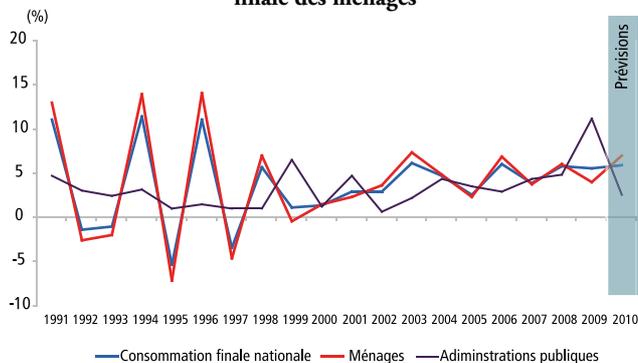
Sources : HCP, calculs et prévisions BAM

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



Sources : HCP, OC, calculs et prévisions BAM

**Graphique 1.9 : Evolution en volume de la consommation finale des ménages**



Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM.

## 1.2 Consommation

La bonne orientation de la consommation des ménages semble se confirmer davantage, comme en témoigne l'évolution des différents indicateurs coïncidents, notamment les recettes voyages, les transferts courants, les importations des produits alimentaires et des biens finis de consommation ainsi que les recettes au titre de la TVA.

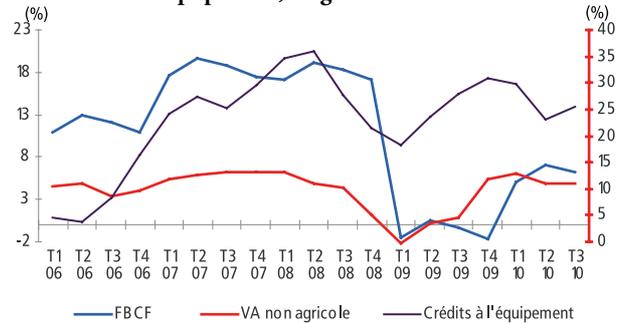
En effet, après avoir enregistré des baisses de 1% et 3% au mois de juillet et août 2010, les recettes voyages ont connu un net redressement aux mois de septembre et octobre. Sur l'ensemble des dix premiers mois de l'année, les recettes voyages se sont établies à près de 47 milliards de dirhams, en hausse de 6,6% par rapport à la même période de l'année précédente.

Parallèlement, les importations des produits alimentaires ont enregistré une progression de 12,4% au lieu d'une baisse de 24,3% un an auparavant et celles de produits finis à la consommation ont connu une hausse de 4,8% contre une baisse de 2,5% à fin octobre 2009, avec notamment un redressement des importations de voitures de tourisme.

Par ailleurs, la consommation des ménages devrait profiter de l'amélioration du pouvoir d'achat consécutive à la revalorisation des salaires dans le cadre de la réforme de l'impôt sur le revenu, au maintien de l'inflation à des rythmes modérés, ainsi qu'au redressement des transferts des MRE, qui ont progressé de 7,7% à fin octobre 2010 contre une baisse de 8,5% un an auparavant. Pour sa part, le rythme d'accroissement des crédits à la consommation, bien qu'en ralentissement, demeure dynamique (Voir chapitre 4)

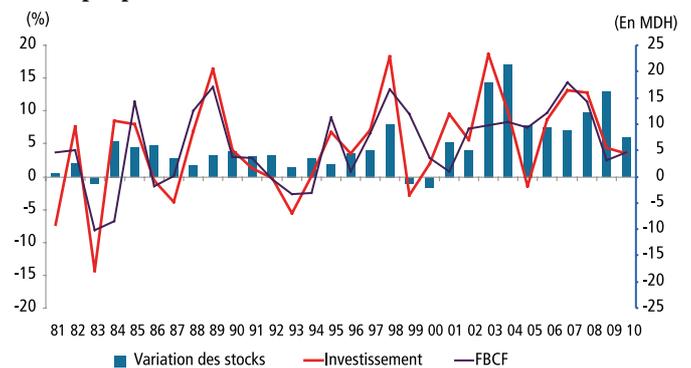
S'agissant de la consommation publique, les dernières données disponibles sur la situation des charges et ressources du Trésor arrêtées à fin septembre font état d'une croissance des

**Graphique 1.10 : Evolution trimestrielle de la formation brute de capital fixe, de la valeur ajoutée non agricole, et des crédits à l'équipement, en glissement annuel**



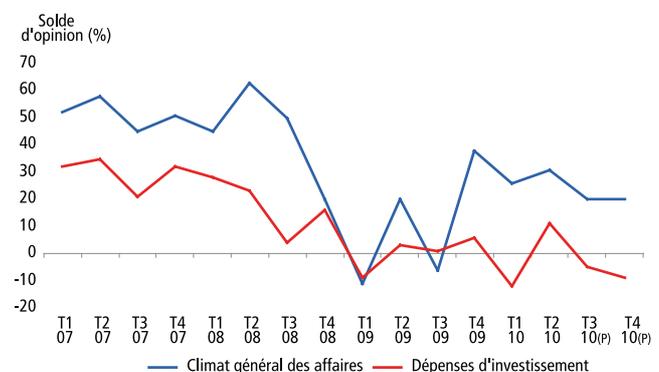
Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM

**Graphique 1.11 : Evolution en volume de l'investissement**



Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM

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



Sources : Enquête de conjoncture dans l'industrie de BAM

dépenses de fonctionnement de 3,8% au lieu de 11,3% à la même période de l'année précédente.

Au total, la consommation finale nationale devrait maintenir sa bonne orientation, recouvrant une accélération de la croissance de la consommation finale des ménages et un ralentissement de celle des administrations publiques.

### 1.3 Investissement

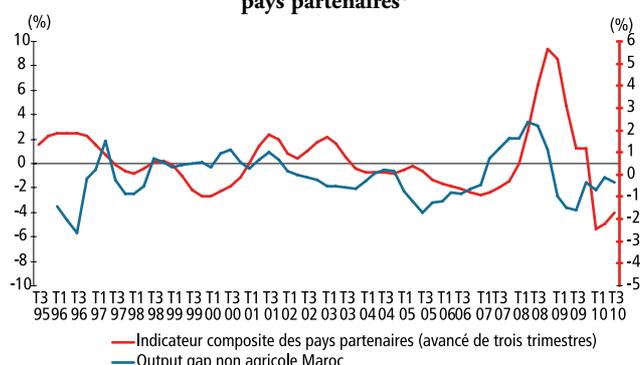
A la faveur de l'amélioration graduelle des perspectives d'activité, l'investissement, particulièrement privé, devrait marquer un redressement sur l'ensemble de l'année 2010, après le net ralentissement observé en 2009, dont le rythme demeure conditionné par l'incertitude entourant la poursuite et l'ampleur de la reprise chez nos principaux partenaires commerciaux.

En effet, les indicateurs liés aux comptes extérieurs suggèrent une amélioration progressive de l'investissement privé, avec une hausse de 3% des importations de produits finis d'équipement industriel et une amélioration des recettes au titre des investissements et prêts privés étrangers contre une baisse de 18,8% un an auparavant.

En outre, les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie du troisième trimestre indiquent une hausse de la production par rapport au trimestre précédent, avec des anticipations globalement favorables des professionnels pour les trois prochains mois.

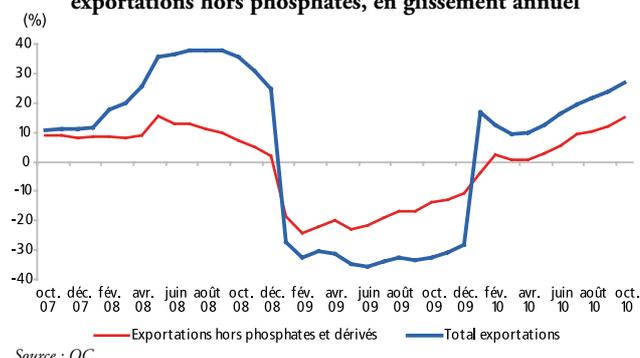
Pour sa part, l'investissement public devrait maintenir sa bonne orientation, tout en affichant un ralentissement par rapport à l'expansion exceptionnelle enregistrée en 2009. En effet, les dépenses d'investissement du Trésor ont enregistré une baisse de 4,1% à fin septembre contre une hausse de 21,8% à la même période de 2009. Globalement, ces dépenses restent

Graphique 1.13 : Indicateur composite avancé pondéré des pays partenaires\*



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

Graphique 1.14 : Evolution du total des exportations et des exportations hors phosphates, en glissement annuel



Source : OC

largement supérieures à la moyenne des cinq dernières années.

## 1.4 Commerce extérieur

Les données du commerce extérieur à fin octobre 2010 confirment l'amélioration de la demande étrangère adressée au Maroc, comme en témoigne l'accélération du rythme de progression des exportations. En raison du rythme moins rapide d'accroissement des importations, l'aggravation du déficit commercial s'est atténuée comparativement aux mois précédents.

En effet, la balance commerciale a dégagé, à l'issue des dix premiers mois de l'année, un déficit de 124,5 milliards de dirhams, en hausse de 2,8% en glissement annuel, contre une augmentation moyenne de 5% au cours des trois derniers mois. Cette évolution résulte de la progression de 29,1 milliards de dirhams ou 13,5% des importations, plus importante que celle de 25,7 milliards ou 27% des exportations. Le taux de couverture s'est ainsi établi à 49,3%, au lieu de 44,1% à l'issue de la même période de l'année précédente.

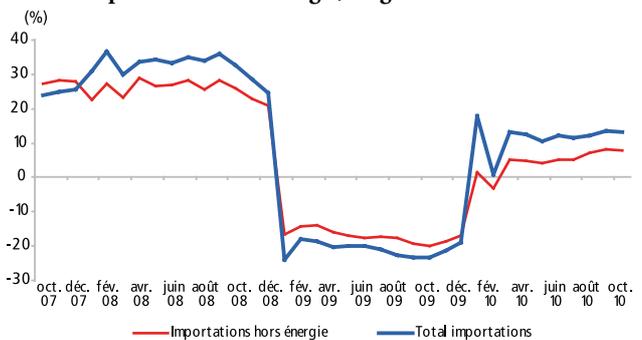
La progression des exportations est attribuable en grande partie à la hausse exceptionnelle de 87,2% des expéditions de phosphates et dérivés. A ce titre, les ventes de phosphates, d'acide phosphorique et d'engrais naturels et chimiques se sont accrues, durant les dix premiers mois de l'année, respectivement de 94,7%, de 67,7% et de 107,7% par rapport à 2009, contre des évolutions respectives de -54,6%, de -48,4% et de 1,8% par rapport à la même période de 2008. Pour leur part les exportations hors phosphates ont enregistré une hausse de 15,2% au lieu d'un repli de 11,5% observé pendant la même période de l'année 2009. Ainsi, les livraisons de fils et câbles, de composants électroniques, d'agrumes et d'articles de bonneterie ont crû de 34,1%, de 30%, de 11,2% et de 3,1% respectivement, tandis que celles de vêtements

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

(En millions de dirhams)	janv-oct.	janv-oct.	Variations	
	2009	2010*	Montant	%
<b>Exportations globales</b>	95 382,8	121 130,6	+25 747,8	+27,0
Exportations de phosphates et dérivés	15 652,8	29 296,5	+13 643,7	+87,2
Exportations hors phosphates et dérivés	79 730,0	91 834,1	+12 104,1	+15,2
Fils et câbles pour l'électricité	7 708,1	10 335,9	+2 627,8	+34,1
Composants électroniques	3 249,0	4 224,2	+975,2	+30,0
Agrumes	1 642,5	1 826,0	+183,5	+11,2
Articles de bonneterie	5 595,2	5 769,4	+174,2	+3,1
Vêtements confectionnés	15 727,3	14 874,9	-852,4	-5,4
<b>Importations globales</b>	216 477,6	245 598,2	+29 120,6	+13,5
Importations de produits énergétiques	43 116,7	58 509,9	+15 393,2	+35,7
Importations hors produits énergétiques	173 360,9	187 088,3	+13 727,4	+7,9
Demi-produits	43 403,6	51 033,2	+7 629,6	+17,6
Produits alimentaires	20 095,6	22 585,3	+2 489,7	+12,4
Biens consommation	43 914,4	46 015,7	+2 101,3	+4,8
Biens d'équipement	54 618,2	55 073,8	+455,6	+0,8
<b>Déficit commercial</b>	-121 094,8	-124 467,6	3 372,8	2,8

\* Données provisoires  
Source : OC

**Graphique 1.15 : Evolution du total des importations et des importations hors énergie, en glissement annuel**



Source : OC

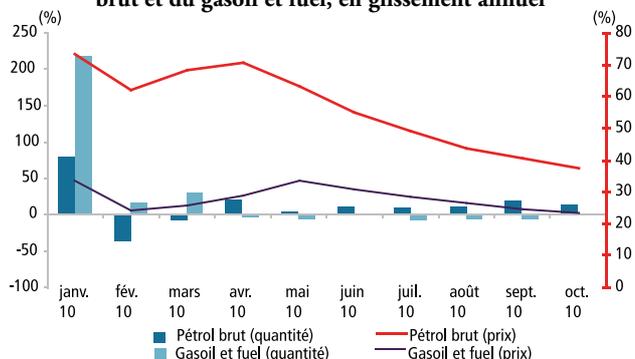
confectionnés et de légumes frais ont accusé des baisses respectives de 5,4% et de 23,5%.

En regard, l'accroissement des importations s'explique principalement par l'alourdissement de 35,7% de la facture énergétique, qui s'est élevée à 58,5 milliards de dirhams, ainsi que par l'augmentation des achats de demi-produits, de produits finis de consommation, de produits alimentaires et de produits bruts.

Les acquisitions de biens d'équipement ont, quant à elles, enregistré une légère hausse de près de 1%.

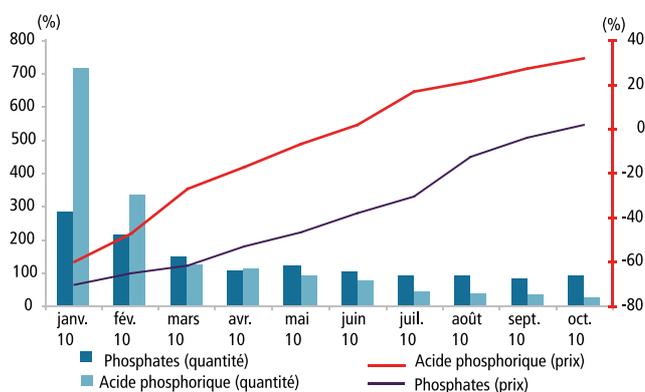
L'accroissement des importations de produits énergétiques résulte de l'augmentation du prix moyen de la tonne importée de pétrole brut et du volume, respectivement, de 37,6% et de 15,2%. Le prix moyen de la tonne importée s'est élevé à 4.711 dirhams, contre 3.424 dirhams pendant la même période de l'année précédente. Les achats de pétrole brut sont passés de 3.797 milliers à 4.373,8 milliers de tonnes. De même, les achats de gasoil et fuel, ainsi que ceux de gaz de pétrole et autres hydrocarbures ont enregistré des hausses respectives de 21,7% et de 37,5%. Hors énergie, les importations ont progressé de 7,9%, s'élevant à 187,1 milliards de dirhams. En effet, les acquisitions de demi-produits ont enregistré une augmentation de 17,6% attribuable pour l'essentiel aux achats de produits chimiques, de matières plastiques et de fer et acier, en progression respectivement de 19,8%, de 16,3% et de 14,5%. Les importations de biens de consommation ont également connu un accroissement de 4,8% suite notamment à l'augmentation de 8,7%, de 9,7% et de 9%, des achats de voitures de tourisme, d'appareils récepteurs et de médicaments, respectivement. De même, celles de produits alimentaires ont progressé de 12,4% sous l'effet du raffermississement de 11,6% et de 21,2% des approvisionnements en blé et en maïs, respectivement.

Graphique 1.16 : Evolution des quantités et des prix du pétrole brut et du gasoil et fuel, en glissement annuel



Source : OC

Graphique 1.17 : Evolution des quantités et des prix du phosphate et d'acide phosphorique, en glissement annuel



Source : OC

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

En liaison avec la bonne orientation de la demande intérieure et la reprise lente, mais continue, dans les principaux pays partenaires, l'output gap non agricole devrait s'établir à un niveau légèrement supérieur à zéro sur l'ensemble du deuxième semestre 2010. De même, le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur industriel s'est situé au mois d'octobre au dessus de sa moyenne historique pour le deuxième mois consécutif. Le troisième trimestre 2010 s'est caractérisé par une baisse du taux de chômage national, comparativement à la même période de l'année précédente, qui résulte d'une baisse du taux aussi bien en milieu urbain que rural. Au niveau des salaires, les données disponibles révèlent une baisse en termes réels des salaires dans le secteur privé au deuxième trimestre 2010. En dépit de la multiplication des signes d'amélioration, des craintes persistent quant au rythme de la demande étrangère et ce, en liaison avec les développements récents en Europe et leur impact sur la confiance des agents économiques et par conséquent sur l'activité dans les principaux pays partenaires. Globalement, les différents indicateurs confirment la poursuite de l'amélioration de la conjoncture, mais ne font pas ressortir de pressions significatives de la demande sur les prix.

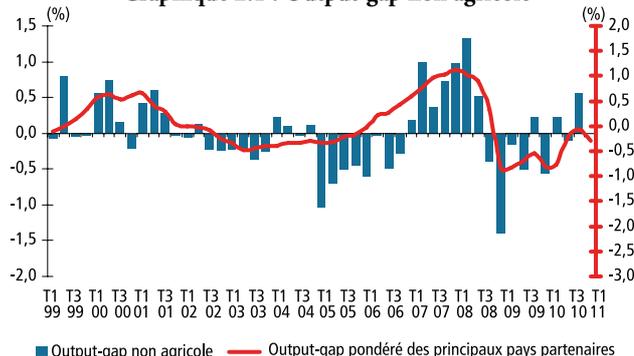
### 2.1 Tensions sur les capacités de production<sup>1</sup>

Les estimations de Bank Al Maghrib, sur la base des données disponibles, font état d'un output gap légèrement supérieur à zéro au cours du deuxième semestre 2010. L'orientation de l'activité économique nationale demeure tout de même tributaire des évolutions récentes en Europe et de leur impact sur le rythme et la durabilité de la reprise dans les principaux pays partenaires. En effet, l'output-gap de ces pays, qui explique dans une large mesure les variations de l'activité non agricole au Maroc, ne devrait afficher une valeur positive qu'à partir du troisième trimestre 2011.

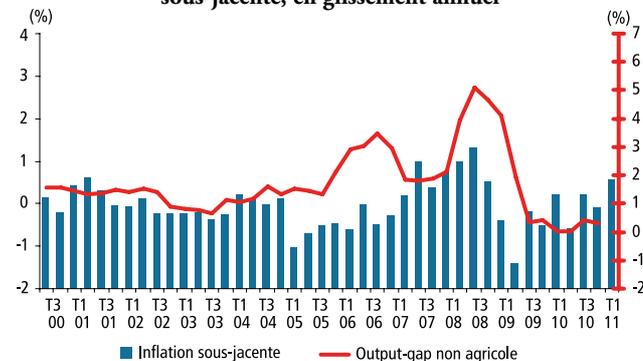
Au regard des résultats de l'enquête mensuelle de BAM dans l'industrie relatifs au mois d'octobre 2010, le taux d'utilisation des capacités de production s'est situé pour le deuxième mois consécutif à un niveau supérieur à sa moyenne historique, soit 76%. Cette évolution reflète la poursuite de la reprise dans certaines branches industrielles orientées à l'exportation, parallèlement au redressement progressif de la demande extérieure.

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

Graphique 2.1 : Output-gap non agricole



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



Sources : HCP et estimations BAM

En effet, le taux d'utilisation des capacités de production des industries du textile et du cuir, fortement lié à la conjoncture des pays partenaires, a marqué une hausse importante, passant de 63% en août à 74% en octobre. Cette branche a également enregistré en octobre une amélioration de la production, des ventes globales et des commandes reçues, avec des pronostics optimistes pour les prochains mois.

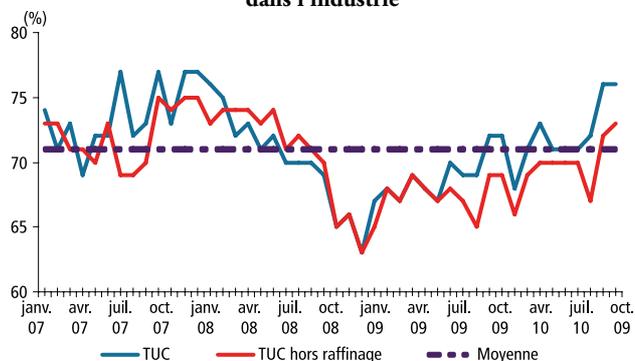
Dans les autres secteurs, le taux d'utilisation des capacités de production a enregistré une hausse, à l'exception de celui des industries agroalimentaires qui a stagné à 76%. Il a atteint 83% dans les industries chimiques et parachimiques, 80% dans les industries électriques et électroniques et 64% dans les industries mécaniques et métallurgiques.

Pour sa part, l'indice de la productivité apparente du travail<sup>1</sup> dans les activités non agricoles a progressé de 4% en glissement annuel durant le troisième trimestre 2010, pour s'élever à environ 115 points. Cette tendance est attribuable à l'augmentation de l'emploi urbain à un rythme inférieur à celui du PIB non agricole, tel qu'estimé par BAM pour le troisième trimestre 2010.

Concernant le coût unitaire de production, les résultats de l'enquête de conjoncture de BAM font ressortir une hausse dans le secteur industriel au cours du troisième trimestre 2010, avec un solde d'opinion de 28%. Cette progression, imputable principalement à la hausse des prix des matières premières énergétiques et des coûts financiers, a concerné l'ensemble des branches, particulièrement les industries du textile et du cuir et les industries chimiques et parachimiques. Ainsi, le coût des matières premières énergétiques et les coûts financiers ont constitué la principale source de l'accroissement des coûts respectivement dans

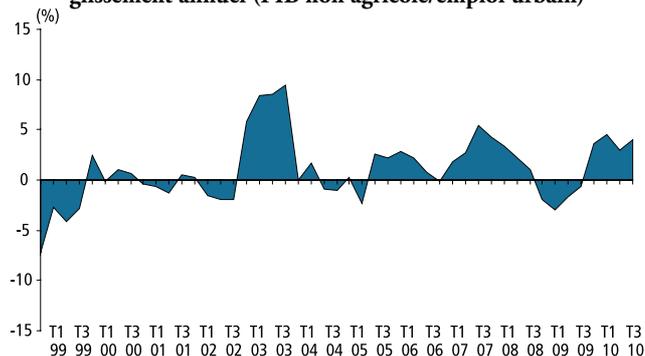
<sup>1</sup> La productivité apparente du travail est mesurée par le rapport entre la production et l'effectif employé. Cet indicateur doit être interprété avec prudence, car il ne prend pas en compte l'efficacité avec laquelle la main-d'œuvre est utilisée dans la production.

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



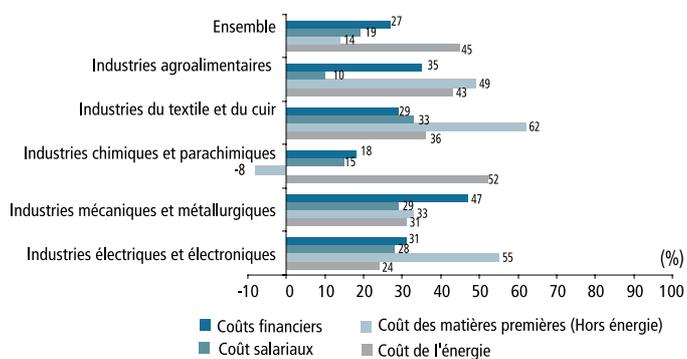
Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

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



Sources : HCP et estimations BAM

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



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

les industries chimiques et parachimiques et les industries mécaniques et métallurgiques, tandis que le coût des matières premières non énergétiques a contribué largement à l'augmentation du coût unitaire de production dans les autres branches d'activité.

## 2.2 Tensions sur le marché du travail

Au terme du troisième trimestre 2010, la population active âgée de 15 ans et plus a atteint 11.323.000 personnes, en accroissement de 0,1% par rapport à la même période de l'année 2009. Cette situation recouvre une baisse de 0,4% de la population active en milieu urbain et une hausse de 0,6% en milieu rural. En revanche, le taux d'activité a baissé de 0,8 point de pourcentage, s'établissant à 49%, suite à la progression de la population active âgée de 15 ans et plus à un rythme moins rapide que celui de la population totale. En matière d'emploi, le troisième trimestre 2010 a été caractérisé par un léger accroissement de la population active occupée, en comparaison avec le même trimestre de l'année précédente. Néanmoins, le taux d'emploi a reculé de 0,4 point de pourcentage pour s'établir à 44,5%, en raison de la progression plus importante de la population âgée de plus de quinze ans. Selon le milieu de résidence, le taux d'emploi urbain a régressé de 37,5% à 36,9%, alors que celui du milieu rural a progressé de 0,1 point de pourcentage pour s'établir à 55,8%.

Les postes d'emplois rémunérés créés ont atteint 183.000 au troisième trimestre 2010 contre une perte nette de 90.000 postes d'emploi non rémunéré, ce qui s'est traduit par une création nette de 93.000 postes d'emploi, dont 36.000 en milieu urbain et 57.000 en milieu rural.

Au niveau sectoriel, les créations d'emplois ont concerné essentiellement le secteur des services avec 73.000 nouveaux emplois (+1,9%), le

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

En millions/en %	T3 - 2009			T3 - 2010		
	Urbain	Rural	Ens.	Urbain	Rural	Ens.
<b>Population active et emploi</b>						
Population active <sup>(2)</sup>	5,93	5,38	<b>11,31</b>	5,91	5,41	<b>11,32</b>
Taux d'activité (en%) <sup>(3)</sup>	44	58,2	<b>49,8</b>	42,8	58	<b>49</b>
Population active occupée	5,06	5,15	<b>10,2</b>	5,09	5,2	<b>10,3</b>
Taux d'emploi (en%) <sup>(4)</sup>	37,5	55,7	<b>44,9</b>	36,9	55,8	<b>44,5</b>
<b>Chômage</b>						
Population active en chômage	876	229	<b>1105</b>	816	205	<b>1021</b>
Taux de chômage (en%) <sup>(5)</sup>	14,8	4,3	<b>9,8</b>	13,8	3,8	<b>9</b>
Selon le diplôme						
. Sans diplôme	7,5	2,9	<b>4,6</b>	7,7	2,1	<b>4,1</b>
. Ayant un diplôme	20,5	12	<b>18,9</b>	18,4	13,1	<b>17,4</b>

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

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

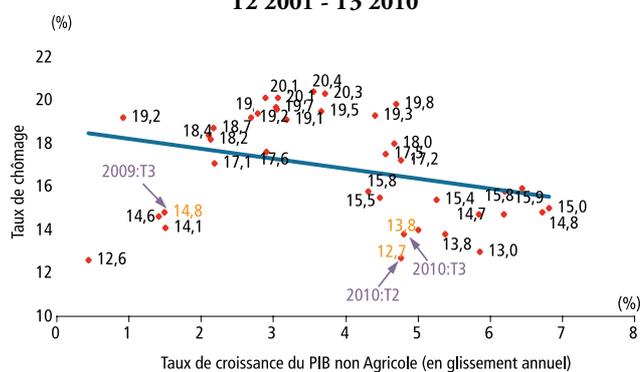
(3) Population active / Population totale

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

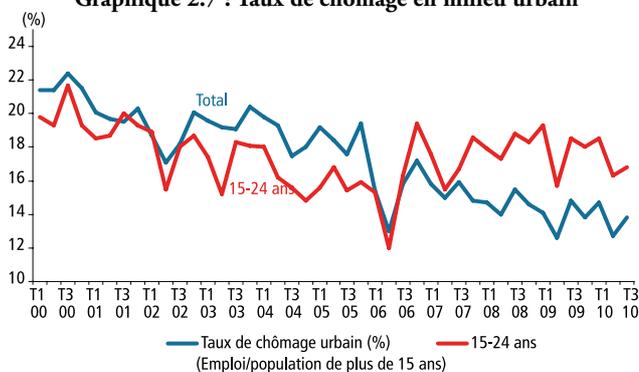
(5) population active en chômage / Population active âgée de 15 ans et plus

Source : HCP

**Graphique 2.6 : Croissance non agricole et chômage urbain, T2 2001 - T3 2010**



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



Source : HCP

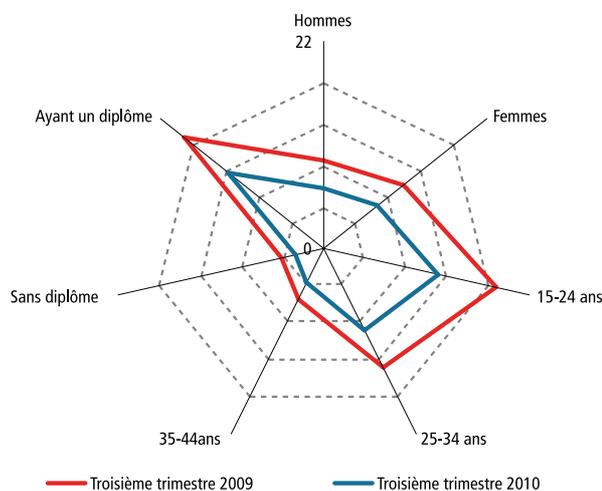
secteur du bâtiment et travaux publics (BTP) avec 52.000 emplois, (+5,4%), et le secteur primaire avec 40.000 emplois (+1%). En revanche, le secteur industriel a accusé une perte nette de 70.000 postes d'emplois, principalement en milieu rural. Pour les prochains trimestres, les chefs d'entreprises de l'enquête de conjoncture de BAM estiment que l'effectif global employé dans le secteur industriel devrait progresser dans toutes les branches, à l'exception des industries chimiques et parachimiques, où il devrait connaître une quasi-stabilité.

Par ailleurs, le taux de chômage a marqué au troisième trimestre 2010 une baisse d'environ 0,8 point de pourcentage en comparaison avec le même trimestre de l'année précédente, revenant à 9%. Cette évolution résulte d'une baisse du taux de chômage aussi bien en milieu urbain qu'en milieu rural, passés respectivement de 14,8% à 13,8% et de 4,3% à 3,8%. Les baisses les plus significatives du taux de chômage ont concerné les tranches d'âge 15-24 ans (-1,7 point) et 25-34 ans (-0,8 point). Par contre, seule la tranche de plus de 45 ans a enregistré une hausse du taux de chômage de 2% à 2,1%.

S'agissant du coût salarial, les dernières données restent celles du deuxième trimestre 2010, qui font ressortir une augmentation du coût unitaire du travail relatif (CUTR) de 0,7% en glissement annuel contre une hausse de 4% pour la productivité apparente du travail. En comparaison internationale, le rythme de progression du CUTR marocain a dépassé au deuxième trimestre 2010 celui de la Pologne, de la Grèce, de la Corée du Sud respectivement de 3%, de 2% et de 0,5%. Il a par contre été légèrement plus lent que celui de la Belgique, de la Hongrie, des Etats-Unis et de l'Italie.

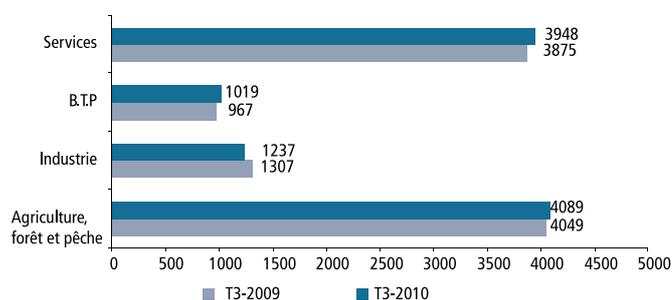
Concernant l'indice des salaires moyens trimestriels dans le secteur privé, calculé par le HCP sur la base des données de la CNSS, il

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



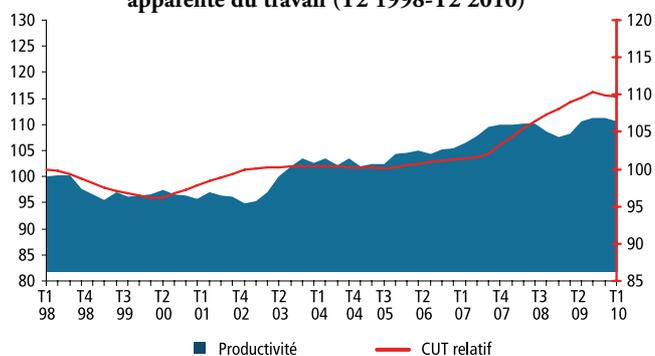
Source : HCP

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 (T2 1998-T2 2010)

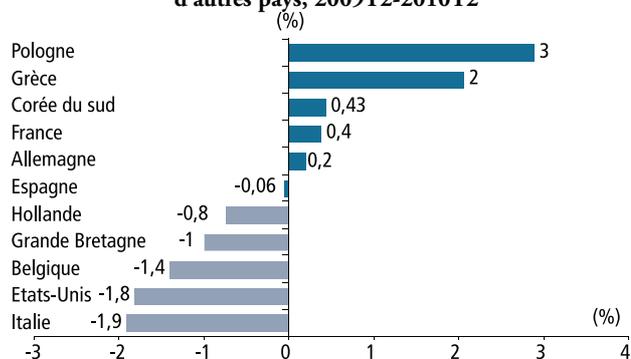


Sources : Datastream et Calculs BAM

a enregistré durant le deuxième trimestre 2010 une hausse de 1,2% par rapport au trimestre précédent mais demeure en baisse de 6,6% en glissement annuel. En termes réels, cet indice a régressé de 7,6% par rapport à la même période de l'année précédente, en liaison essentiellement avec l'effet de base dû à la hausse des salaires suite à la revalorisation du SMIG opérée en 2009. Au niveau du secteur industriel,

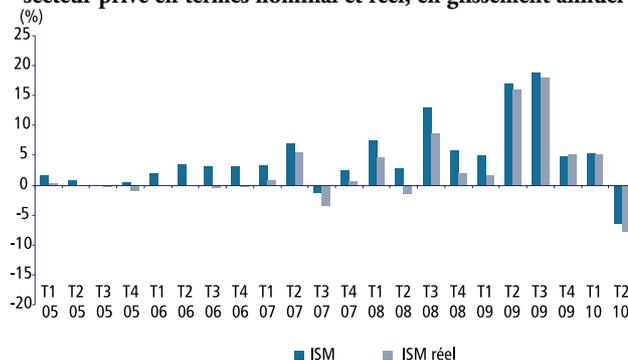
les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib relatifs au troisième trimestre 2010, font ressortir une hausse du niveau des salaires, avec un solde d'opinion positif de 19%.

**Graphique 2.11: Variation (%) des coûts unitaires de la main-d'oeuvre du secteur manufacturier marocain par rapport à d'autres pays, 2009T2-2010T2**



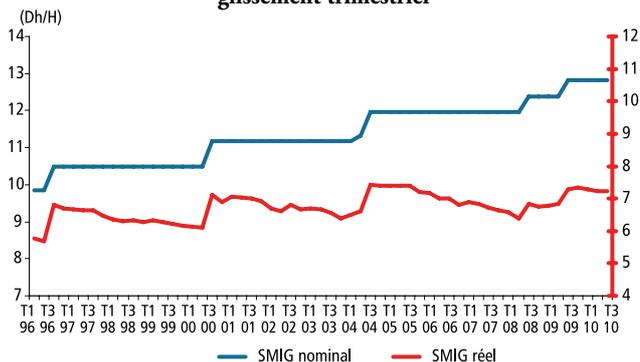
Sources : Datastream et calculs BAM

**Graphique 2.12: Variation de l'indice des salaires moyen dans le secteur privé en termes nominal et réel, en glissement annuel**



Sources : HCP, CNSS et estimations BAM

**Graphique 2.13 : SMIG en termes nominal et réel, en glissement trimestriel**



Sources : Ministère de l'emploi et calculs BAM

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

Les conditions financières au niveau international ont connu de nouvelles perturbations, en relation notamment avec l'aggravation de la situation des finances publiques dans les pays périphériques de la zone euro, en particulier l'Irlande pour laquelle un plan d'aide de 85 milliards d'euros a été approuvé, par l'Union européenne conjointement avec le FMI, ainsi qu'avec l'augmentation du risque de contagion vers les autres pays de la zone euro. Les tensions récentes se sont notamment manifestées sur les marchés obligataires de la zone où les taux de rendements longs ont sensiblement augmenté et, dans une moindre mesure, sur les marchés monétaires. S'agissant des autres compartiments, les principaux indices boursiers ont connu de faibles hausses, tandis que la progression du crédit s'est poursuivie, mais à un rythme largement inférieur à celui d'avant la crise. Au niveau de la sphère réelle, les indicateurs les plus récents montrent que le redressement de l'économie mondiale demeure principalement tiré par les économies émergentes. Dans les pays avancés, les comptes nationaux du troisième trimestre 2010 font globalement ressortir une reprise lente de la croissance, avec des évolutions différenciées selon les pays. La croissance, en glissement annuel, a en effet connu une légère accélération aux Etats-Unis mais a stagné dans la zone euro à un rythme inférieur à 2%. Dans les principaux pays partenaires, et à l'exception de l'Allemagne où le PIB a marqué une progression proche de 4% pour le deuxième trimestre consécutif, l'activité continue de croître à des rythmes faibles, alors que les indicateurs du marché de l'emploi ne font ressortir aucun signe d'amélioration. Le taux de chômage s'est ainsi établi à 10% en France, à 6,7% en Allemagne, à 8,3% en Italie et a atteint un maximum de 20,8% en Espagne.

S'agissant des perspectives à très court terme, les projections du Fonds Monétaire International d'octobre 2010 et de l'OCDE, au même titre que celles des autres organismes nationaux et internationaux, montrent que la croissance dans les pays avancés et émergents sur l'ensemble de l'année 2010 resterait proche de celle observée au troisième trimestre, avant de connaître un ralentissement en 2011. En outre, plusieurs facteurs d'incertitude entourent cette faible reprise, notamment dans les pays avancés, les équilibres demeurant fortement fragiles entre, d'une part, les besoins de rétablissement des équilibres macroéconomiques afin d'atténuer les tensions sur les marchés financiers et, de l'autre, la nécessité de renforcer, ou du moins de maintenir, les mesures de soutien dans le but de relancer l'activité. S'agissant de l'inflation, elle continue d'être modérée en dépit de la vigueur de la demande dans les pays émergents et de la progression continue des cours des matières premières et ce, en relation avec les perspectives de croissance encore très modestes dans les pays avancés et la persistance de larges capacités de production excédentaires.

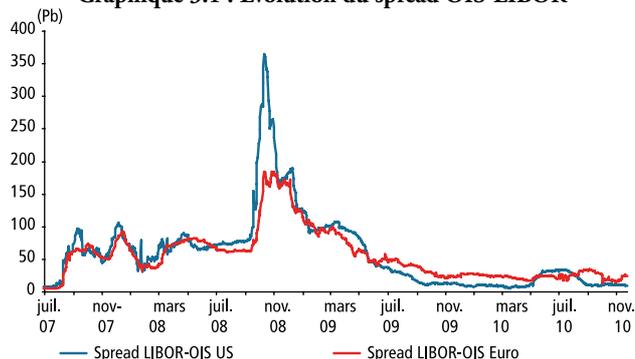
#### 3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde

Au cours de ce trimestre, les conditions financières ont été marquées par des turbulences, imputables principalement à la détérioration des finances publiques de certains pays périphériques de la zone euro. De leur côté, les indicateurs les plus récents de la conjoncture internationale montrent que la reprise de l'économie mondiale se poursuit, mais demeure relativement lente et inégale selon les régions.

##### 3.1.1 Conditions financières

En novembre 2010, les conditions sur le marché monétaire ont poursuivi leur normalisation au niveau des Etats-Unis, alors qu'elles ont connu des tensions sensibles dans la zone euro. Ainsi,

Graphique 3.1 : Evolution du spread OIS-LIBOR



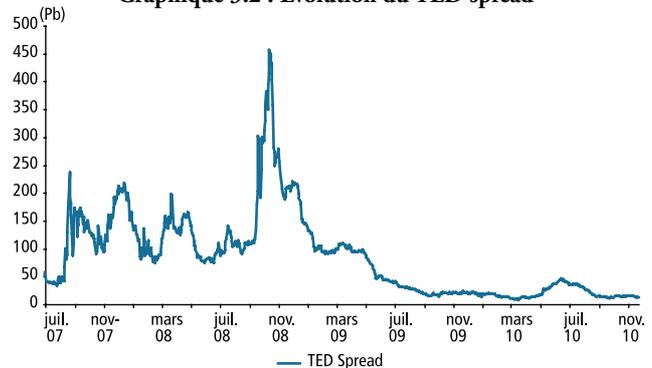
Source : Datastream

le taux Libor dollar à 3 mois s'est maintenu à 0,29% et le spread Libor-OIS en dollar a baissé pour s'établir à 10,6 points de base après 11,4 points le mois précédent. Dans la zone euro, le taux Euribor à 3 mois est resté inchangé à 1% entre octobre et novembre, tandis que le spread Libor-OIS euro est passé de 18 à 21,2 points de base.

Les turbulences les plus marquées ont été observées au niveau des marchés obligataires où les taux de rendements des obligations souveraines, notamment au niveau des pays périphériques de la zone euro, ont marqué des augmentations sensibles. Ainsi, les taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans de l'Irlande et du Portugal ont culminé, en novembre, à leur plus haut niveau depuis le début de l'année, soit respectivement 7,9% et 6,7%, alors que ceux de la Grèce et de l'Espagne ont atteint 11,3% et 4,5% contre 9,5% et 4% le mois précédent. Ces évolutions s'expliquent par la dégradation de la situation des finances publiques de l'Irlande et l'accentuation du risque de contagion aux autres pays périphériques comme le Portugal ou l'Espagne. Bien qu'à des niveaux nettement plus modérés, les taux de rendement du Bund Allemand et des obligations d'Etat françaises ont connu des hausses, passant respectivement de 2,37% et 2,71% à 2,51% et 2,92%. De même, aux Etats-Unis, le rendement des bons du Trésor à 10 ans a augmenté de 20 points de base à 2,71% en novembre.

La dégradation de la perception de la qualité de la dette souveraine des pays périphériques de la zone euro par les investisseurs ressort également à travers les évolutions observées sur les marchés des dérivés. En effet, les CDS à 5 ans de la dette irlandaise ont atteint 547 points de base en novembre au lieu de 431 points en octobre. Concernant les CDS des autres pays périphériques, ils sont restés orientés à la hausse, alors que ceux des pays émergents se sont maintenus à des niveaux assez bas.

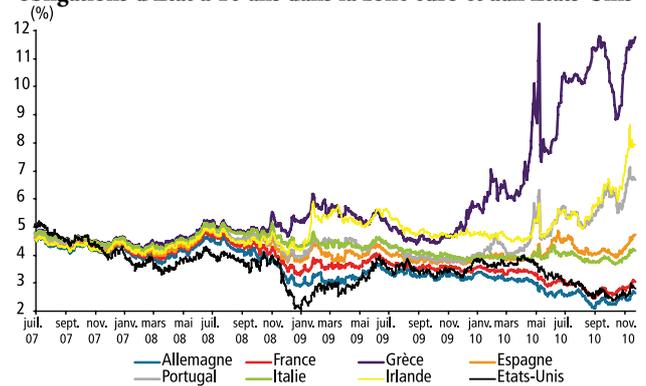
Graphique 3.2 : Evolution du TED spread\*



Source : Datastream

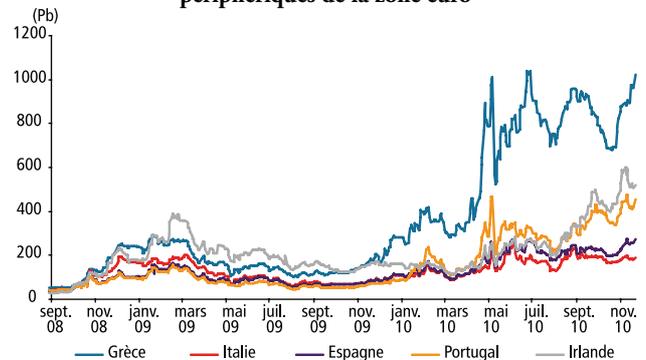
\* Le TED spread représente un risque de crédit et correspond à l'écart de taux d'intérêt entre les titres courts émis par le Trésor américain (trois mois) et les prêts interbancaires à 90 jours en dollars américains.

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



Source : Datastream

Graphique 3.4 : Evolution des CDS\* dans les pays périphériques de la zone euro (Pb)



Source : Datastream

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

Concernant particulièrement l'Irlande, les problèmes liés aux finances publiques et aux bilans bancaires se sont également traduits par la dégradation de la notation de sa dette à long terme à « A » contre « AA- », par les agences de notation Fitch et Standard and Poor's. Face à l'aggravation de la situation de ce pays, l'Union Européenne, les Etats membres de la zone euro et le FMI ont accepté, à fin novembre, la demande d'assistance financière faite par le Gouvernement irlandais, en approuvant un plan d'aide de 85 milliards d'euros, visant à assainir les comptes de l'Etat et à soutenir le secteur bancaire.

Au niveau des marchés boursiers, les principaux indices des économies avancées ont marqué en novembre des hausses mensuelles, plus modérées que celles observées depuis le début de l'année, allant de 1,6% pour le Footsie à un maximum de 4,6% pour le Dax. De même, ceux des économies émergentes ont été orientés à la hausse, comme en atteste l'augmentation de 2% du MSCI EM<sup>1</sup>.

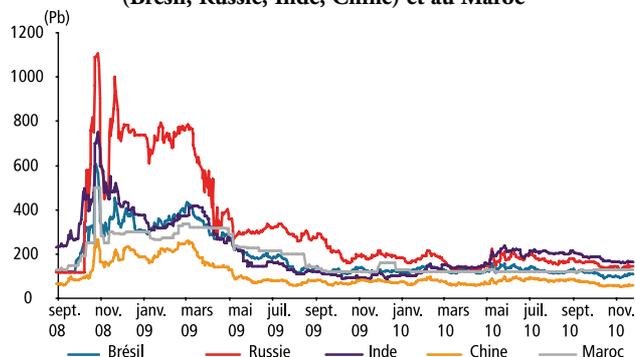
Poursuivant, le crédit dans les économies avancées reste moins dynamique comparativement aux évolutions observées avant 2008, mais continue d'augmenter en glissement annuel depuis plusieurs mois, marquant un accroissement de 3% aux Etats-Unis et de 1,4% en octobre dans la zone euro.

Au niveau des marchés de change, la volatilité des cours s'est poursuivie, l'euro ayant connu une dépréciation vis-à-vis du dollar en novembre, après l'appréciation constatée le mois précédent et ce, en dépit de l'impact initialement attendu des récentes mesures d'assouplissement quantitatif décidées par la FED.

Ainsi, en moyenne mensuelle, l'euro s'est déprécié vis-à-vis du dollar pour s'établir à 1,37

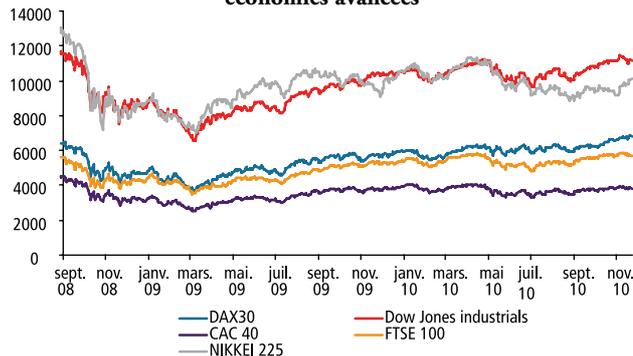
<sup>1</sup> Le spread OIS-LIBOR traduit un risque de taux et correspond à l'écart entre le taux interbancaire à trois mois (LIBOR Eurodollar) et le taux des swaps au jour le jour indiciaires (OIS) de même échéance

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



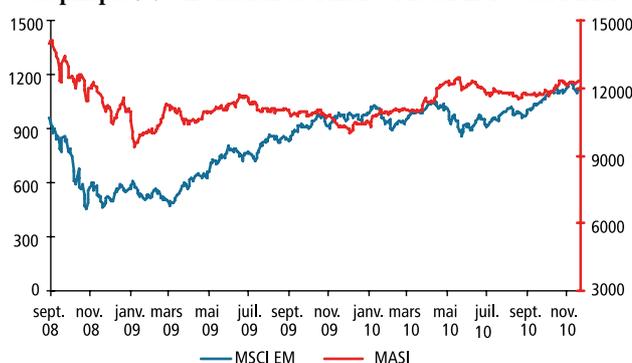
Source : Datastream

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

dollar en novembre alors qu'il s'échangeait à 1,4 dollar le mois précédent. Au niveau des autres taux bilatéraux, l'euro s'est déprécié, en moyenne, par rapport au yen et au yuan de 0,8% et 1,8%, d'octobre à novembre, alors que le dollar s'est apprécié de 1% vis-à-vis du yen et s'est déprécié de 0,2% par rapport au yuan, sur la même période.

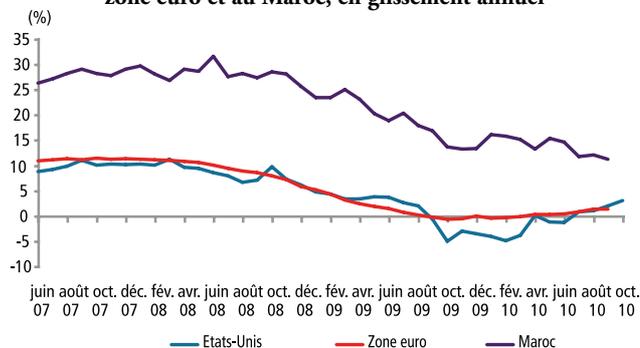
Concernant les décisions de politique monétaire, les principales banques centrales des économies avancées ont maintenu le statu quo à l'issue de leurs réunions de novembre. Ainsi, la BCE et la Banque d'Angleterre ont gardé leurs taux directeurs inchangés à 1% et la FED a maintenu son taux directeur dans une fourchette de 0% à 0,25%. Cette dernière a, par ailleurs, décidé d'un nouveau programme d'assouplissement quantitatif consistant en l'achat de bons du Trésor pour un montant de 600 milliards de dollars, ventilé par tranches mensuelles d'une moyenne de 75 milliards de dollars, du troisième trimestre 2010 au deuxième trimestre de 2011. Elle a également prévu le réinvestissement de 250 à 300 milliards de dollars sur la même période, perçus sur les titres déjà acquis par la FED.

### 3.1.2 Activité économique dans le monde

Les derniers chiffres de la croissance laissent indiquer une poursuite de la reprise économique mondiale au troisième trimestre de l'année 2010, avec toutefois un certain ralentissement observé dans plusieurs pays avancés et émergents.

Aux Etats-Unis, le PIB a affiché une progression de 2% en variation trimestrielle annualisée au troisième trimestre contre 1,7% le trimestre précédent. En glissement annuel, il ressort en hausse à 3,1% au lieu de 3% (Voir tableau 3.1). Cette légère amélioration de la croissance américaine au troisième trimestre est attribuable à la hausse de la consommation des ménages et des stocks des entreprises, accompagnée d'une nette décélération des importations.

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



Source : Datastream

Tableau 3.1 : Perspectives de la croissance dans le monde

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

\* Banque Mondiale : Juin 2010, OCDE novembre 2010 et FMI octobre 2010

Sources : Fonds monétaire international, Banque mondiale, OCDE.

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

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

Sources : Eurostat, Datastream et Département Américain du commerce

Dans la zone euro, la croissance est restée inchangée à 1,9% d'un trimestre à l'autre en glissement annuel, recouvrant le maintien de la croissance allemande à un rythme de 3,9%, l'accélération de celle de la France à 1,8%, ainsi que la décélération de la croissance en Italie de 1,3% à 1%. En Espagne, le PIB a connu une croissance de 0,2%, la première depuis le quatrième trimestre 2008.

Au Japon, le PIB a progressé de 0,9% au troisième trimestre 2010 en variation trimestrielle, après 0,4% le trimestre précédent, sous l'effet de l'amélioration de la consommation des ménages et du dynamisme des exportations.

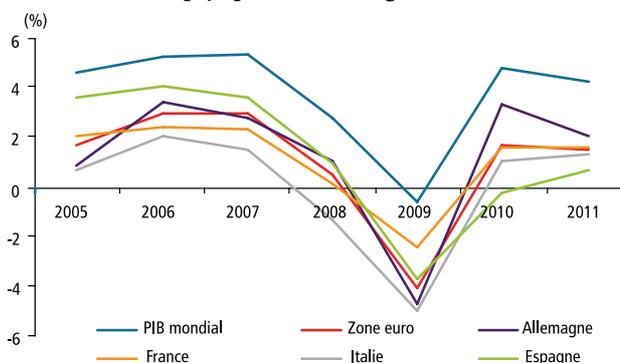
Au niveau des pays émergents d'Asie, notamment en Chine, la croissance du PIB a ralenti à 9,6% en glissement annuel, après 10,3% le trimestre précédent. Ce ralentissement serait lié aux mesures mises en place par le gouvernement chinois pour éviter la surchauffe de l'économie et lutter contre les tensions inflationnistes. En Inde, le PIB a progressé de 8,9% au lieu de 8,8% le trimestre précédent.

S'agissant des indicateurs à haute fréquence, ils suggèrent globalement une poursuite du redressement de l'activité économique avec un rythme différencié selon les pays.

Ainsi, aux Etats-Unis, le PMI manufacturier a enregistré une nouvelle hausse pour atteindre 56,9 points en octobre 2010, en progression de 4,6% d'un mois à l'autre et de 3,1% en glissement annuel. De même, l'indice composite avancé de l'enquête du Conference Board, a atteint en octobre 50,2 points après 48,6 en septembre.

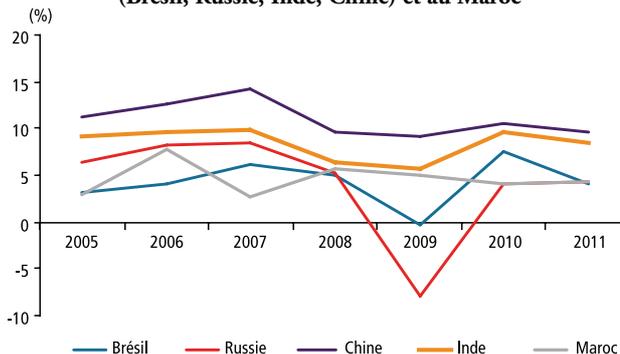
Dans la zone euro, l'indice PMI manufacturier composite a atteint 54,6 points en octobre au lieu de 53,7 le mois précédent, en hausse de 1,7% d'un mois à l'autre et de 7,7% en glissement annuel, tandis que l'indice PMI composite a connu une baisse de 0,6% pour revenir à 53,8 points.

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



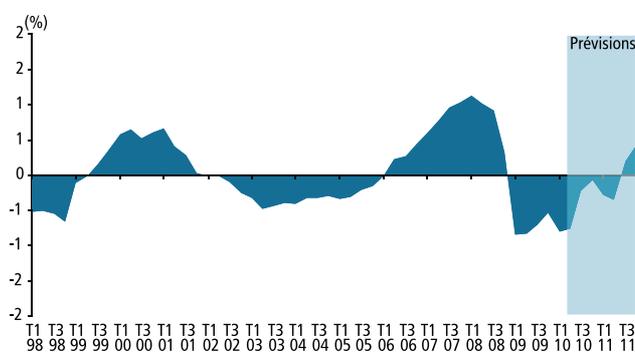
Source : FMI

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



Source : FMI

Graphique 3.11 : Output-gap des principaux pays partenaires



Sources : Commission européenne et calculs BAM

L'indice composite avancé des principaux partenaires européens, s'est pour sa part établi à 103,55 au troisième trimestre 2010 au lieu de 103,75 le trimestre précédent, en baisse de 0,2% d'un trimestre à l'autre.

Sur le marché de l'emploi, le taux de chômage se maintient depuis plusieurs mois à des niveaux élevés. Il est ainsi resté stable à 9,6% aux Etats-Unis et a augmenté en septembre 2010 dans la zone euro, pour atteindre 10,1% au lieu de 10% le mois précédent, avec notamment un taux de 10% en France, de 6,7% en Allemagne, de 8,3% en Italie et un maximum de 20,8% enregistré en Espagne.

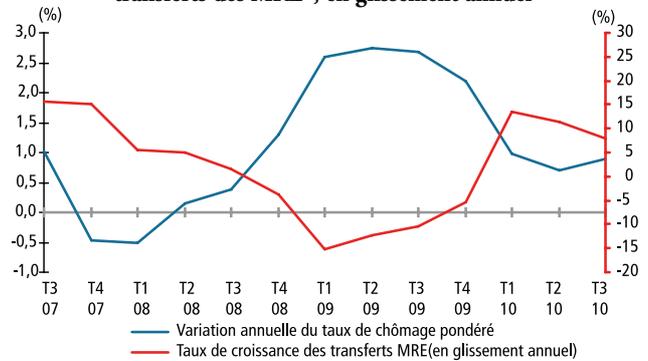
En ce qui concerne les perspectives de l'économie mondiale, le FMI et plusieurs organismes nationaux et internationaux tablent sur une croissance sur l'ensemble de l'année 2010 proche de celle observée au troisième trimestre, ainsi que sur un ralentissement du rythme de progression du PIB dans la majorité des pays avancés et émergents en 2011.

Ainsi, le FMI, prévoit une progression du PIB mondial de 4,8% en 2010 et de 4,2% en 2011. Dans les pays avancés, le PIB croîtrait de 2,7% en 2010 et 2,2% en 2011, tandis que dans les économies émergentes et en développement, la croissance atteindrait 7,1% en 2010, avant de revenir à 6,4% en 2011.

Pour les Etats-Unis, le FMI table sur une augmentation du PIB de 2,6% et 2,3% en 2010 et 2011, et l'OCDE sur une hausse de 2,7% et 2,2%. Dans la zone euro, le FMI et l'OCDE prévoient une croissance similaire de 1,7% en 2010 et de 1,5% et 1,7% respectivement en 2011.

S'agissant des principaux partenaires du Maroc, le Fonds et l'OCDE prévoient une hausse similaire du PIB en France de 1,6% en 2010 et 2011, alors que pour l'Allemagne la croissance

**Graphique 3.12 : Evolution du taux de variation du chômage pondéré des pays partenaires et du taux de croissance des transferts des MRE\*, en glissement annuel**



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

Sources : Datastream et calculs BAM

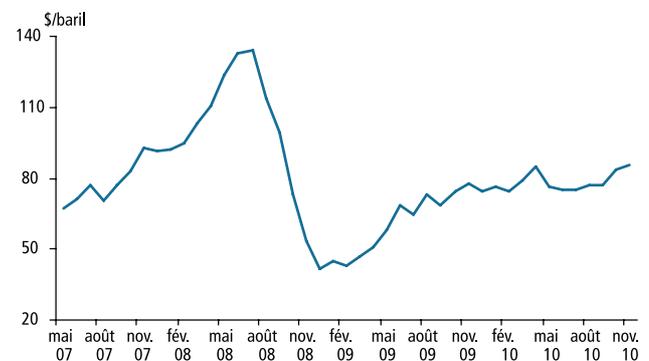
**Tableau 3.3 : Evolution récente de l'inflation dans le monde, en glissement annuel**

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

(\*) Indices harmonisés

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

**Graphique 3.13 : Cours mondial du pétrole (Brent)**



Source : Datastream

serait supérieure à 3% en 2010, avant de revenir à un rythme situé entre 2% et 2,5% en 2011. En Italie et Espagne, le PIB devrait croître à un rythme autour de 1% en 2011.

Dans les pays émergents, notamment en Chine, le PIB marquerait une même augmentation de 10,5% en 2010 selon le FMI et l'OCDE et de 9,6% et 9,7% en 2011. En Inde, la croissance devrait légèrement décélérer en 2011 pour s'établir à 8,4% selon le FMI et 8,2% selon l'OCDE (Voir tableau 3.2)

### 3.2 Inflation dans le monde

En dépit de la poursuite de la reprise et de la progression soutenue des prix des matières premières, l'inflation continue d'être modérée dans les pays avancés.

Ainsi, l'inflation qui s'est établie à 1,2% en octobre aux Etats-Unis, est passée à 1,9% dans la zone euro. Dans les pays partenaires, en Italie et en Espagne, les prix à la consommation ont augmenté de 1,7% et 2,3% respectivement, au lieu de 1,6% et 2,1% le mois précédent. En France et en Allemagne, l'inflation est restée inchangée à 1,6% et 1,3% d'un mois à l'autre. En Chine, l'inflation s'est accélérée en octobre pour atteindre 4,4% au lieu de 3,6% le mois précédent.

S'agissant des perspectives d'évolution de l'inflation, les prévisions des organismes internationaux et des banques centrales confirment la poursuite de la modération des tensions inflationnistes dans les pays avancés, où l'inflation devrait rester inférieure à 2% à l'horizon 2011. Toutefois, dans les pays émergents et en développement, l'inflation devrait atteindre 6,2% et 5,2% respectivement en 2010 et 2011, selon les projections du FMI.

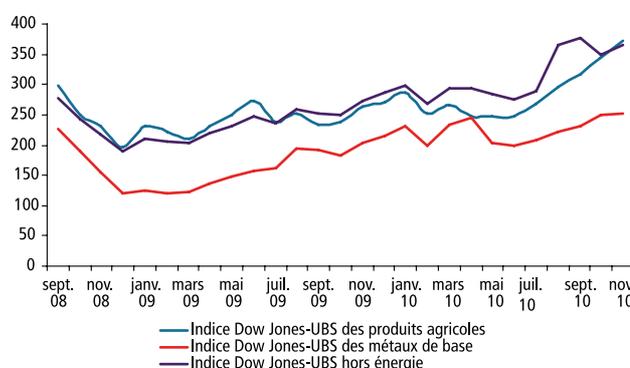
Selon le même organisme, la hausse des prix à la consommation se limiterait à 1% aux Etats-Unis

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

T4:10	T1:11	T2:11	T3:11	2011	2012	2013
80	82	82,75	85	85	92,5	105,5

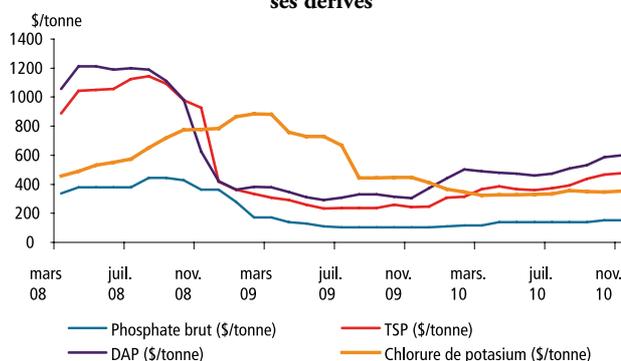
Source : Bloomberg

Graphique 3.14 : Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie (Base 2006)



Source : Datastream

Graphique 3.15 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés



Source : Banque mondiale

et à 1,5% dans la zone euro, soit des prévisions globalement en ligne avec celles de l'OCDE et des banques centrales.

S'agissant des pays partenaires, les différentes projections prévisions pour 2011 tablent sur des taux d'inflation compris entre 1% et 2%.

### 3.3 Prix du pétrole et des matières premières non énergétiques

En novembre, le prix du pétrole a enregistré une progression de 2,8% d'un mois à l'autre et de 11,5% en glissement annuel, pour s'établir à 85,7 dollars le baril. Sur l'ensemble de l'année, le FMI estime, dans le cadre des perspectives économiques mondiales d'octobre, que le prix moyen du pétrole se situe autour de 76,20 dollars le baril, avant d'augmenter à 78,75 dollars en 2011.

Sur le marché des futures, le prix du pétrole s'établit en moyenne à 85 dollars le baril en 2011, à 92,5 dollars en 2012 et à 105,5 dollars en 2013.

L'OPEP et l'AIE ont revu à la hausse leurs prévisions de la demande mondiale du pétrole dans leurs rapports de novembre, en raison de la poursuite de la reprise au troisième trimestre, notamment dans les pays avancés.

En effet, l'OPEP estime que la demande en 2010 devrait atteindre 1,3 mb/j (millions de barils par jour), soit une hausse de 1,6% par rapport à 2009, et prévoit une hausse de la demande en 2011 à 1,2 mb/j. Quant à l'AIE, elle prévoit que la demande en 2010 augmenterait d'environ 2,3 mb/j par rapport à 2009 pour s'établir à 87,3 mb/j, alors qu'en 2011, l'Agence prévoit que la demande enregistrerait une hausse de 1,4 %, correspondant ainsi à 88,5 mb/j.

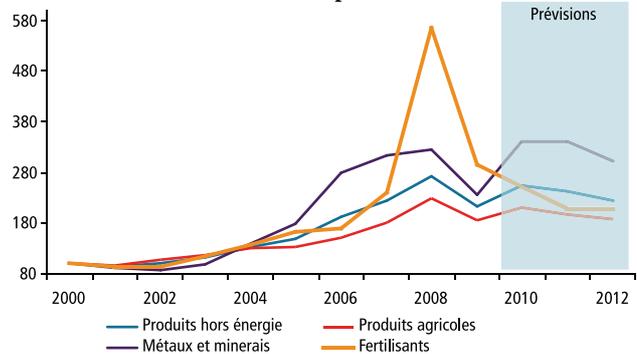
Les cours des matières premières hors énergie ont poursuivi leur augmentation en novembre,

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

Blé (Cts/b.u)	T4:10	T1:11	T2:11	2011	2012	2013
Forward	674,29	685,78	711,91	723,23	753,09	751,56
Prévisions	692,5	680	672,5	644	595	605

Source : Bloomberg

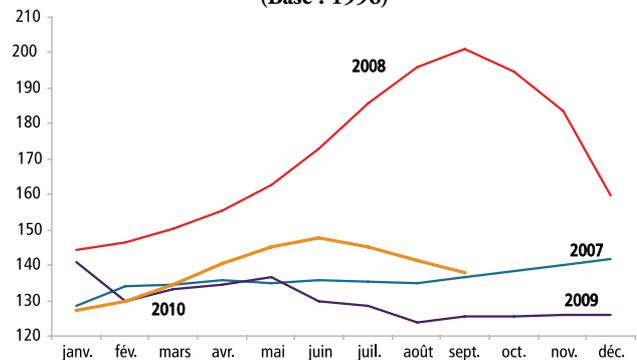
Graphique 3.16 : Perspectives d'évolution des indices des prix des matières premières\*



(\*)Actualisées le 11 juillet 2010

Source : Banque mondiale

Graphique 3.17 : Indice des prix à l'import hors énergie (Base : 1996)



Sources : OC et calculs BAM

tel que cela ressort de la hausse de l'indice de Dow Jones UBS (DJ-UBS) de 4,3% d'un mois à l'autre et de 33,4% en glissement annuel. Cette hausse concerne essentiellement les prix des matières agricoles.

En effet l'impact des conditions climatiques, conjugué à la forte demande des pays émergents, a fortement soutenu la hausse de l'indice DJ-UBS des cours des produits agricoles<sup>1</sup>, qui a enregistré une augmentation de 7% d'un mois à l'autre, atteignant ainsi un niveau supérieur de 39,8% à celui observé l'année précédente.

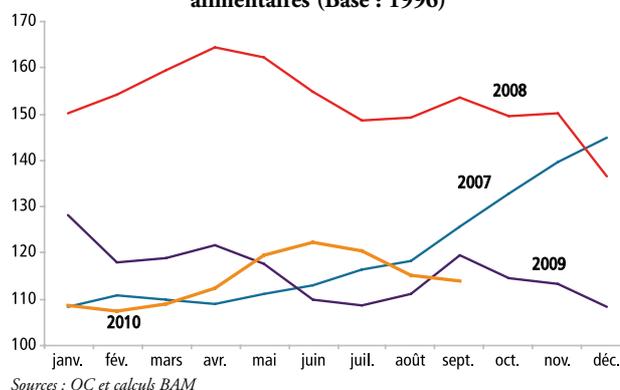
L'indice DJ-UBS des prix des métaux de base<sup>2</sup> a, quant à lui, accusé une baisse de 0,9%, suite à la baisse des prix du nickel et du zinc de 3,9% et 2,9% respectivement. Cet indice ressort toutefois en hausse de 24% en glissement annuel.

Les prix du phosphate et dérivés ont également connu une augmentation au mois de novembre. Ainsi, les cours du DAP, de l'Urea et du TSP ont enregistré des hausses respectives de 11,2%, 2,2% et 1,9% en glissement mensuel. Quant au cours du phosphate brut, il s'est maintenu au niveau observé en octobre, soit 140 dollars la tonne.

### 3.4 Indice des valeurs unitaires à l'importation du Maroc

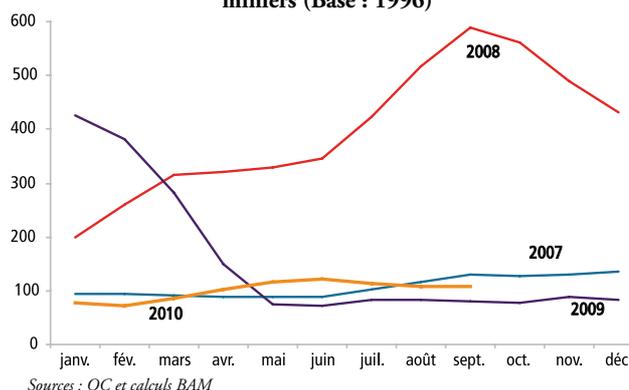
Selon les dernières données disponibles, l'indice des prix à l'importation (IPM) hors énergie a accusé, comme en août, une baisse mensuelle de 2,5% en septembre, reflétant le recul des prix à l'import de toutes les composantes. Ainsi, l'IPM des produits alimentaires a enregistré une diminution de 1,1% d'un mois à l'autre, contre celle de 4,4% en août, sous l'effet du repli de 2,5% du prix unitaire moyen à l'importation du

Graphique 3.18 : Indice des prix à l'import des produits alimentaires (Base : 1996)



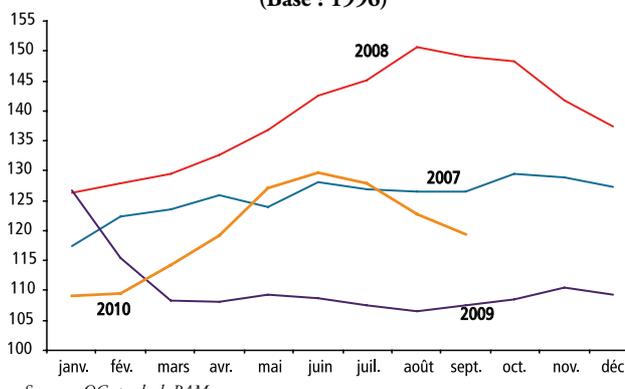
Sources : OC et calculs BAM

Graphique 3.19: Indices des prix à l'import des produits miniers (Base : 1996)



Sources : OC et calculs BAM

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



Sources : OC et calculs BAM

1 Le DJ-UBS des produits agricoles est composé du blé, maïs, soja, sucre, coton, café et huile de soja  
 2 Le DJ-UBS des métaux de base se compose de : l'aluminium, cuivre, zinc et du nickel

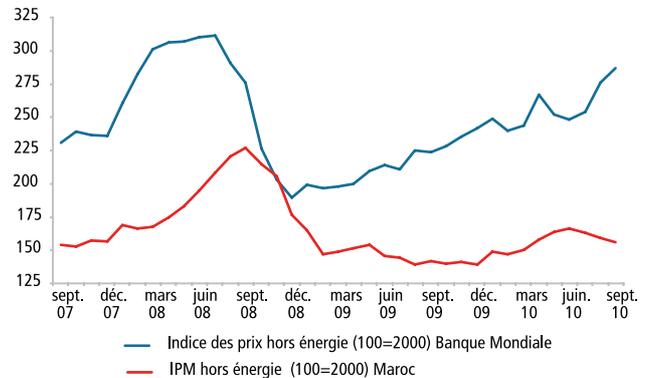
blé, dont l'impact a été atténué par la hausse de 1,6% de celui du sucre.

Dans le même temps, l'IPM des demi-produits a connu une régression mensuelle de 2,6%, au lieu de celle de 4% en août, en liaison pour l'essentiel avec la baisse du prix unitaire moyen à l'import des matières plastiques de 1,9%. Pour sa part, l'IPM des produits miniers a connu un repli mensuel de 1,8%, contre celui de 3,8% un mois auparavant, imputable à la régression de 7,1% du prix unitaire moyen à l'importation du fer et acier, atténuée par l'accroissement de 2,5% de celui du soufre brut.

En glissement annuel, l'IPM hors énergie a enregistré une augmentation de 10% contre 14,3% en août. En effet, l'IPM des produits miniers s'est accru de 35,7%, en relation principalement avec la hausse de 43% du prix unitaire à l'importation du soufre. Parallèlement, l'IPM des demi-produits a enregistré un accroissement de 11,1%, consécutivement à l'augmentation de 17,4% du prix unitaire à l'importation des matières plastiques. En revanche, l'IPM des produits alimentaires s'est inscrit en baisse de 4,7%, attribuable notamment au recul de 19,4% du prix unitaire à l'importation du blé, atténué par la progression de 15% de celui du maïs.

Toutefois, dans le contexte de la hausse progressive et de plus en plus volatile des cours mondiaux des matières premières, les pressions inflationnistes émanant des prix à l'importation pourraient s'accroître au cours des prochains trimestres

**Graphique 3.21 : 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

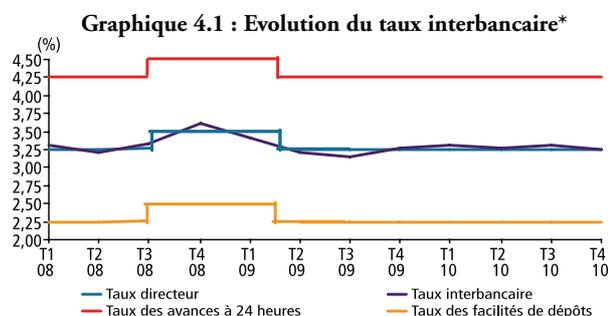
L'évolution des conditions monétaires a été marquée par la poursuite de la modération de la création monétaire et de la progression du crédit. En effet, l'agrégat M3 s'est accru de 5,7% en glissement annuel en octobre après 6,7% en moyenne durant les trois derniers trimestres, maintenant ainsi l'excédent monétaire à un niveau négatif. Dans le même temps, le crédit a progressé à un rythme comparable à ceux observés lors des trois trimestres précédents, soit 12,1%. S'agissant des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le troisième trimestre font ressortir une baisse du taux d'intérêt moyen pondéré, en relation essentiellement avec le recul des taux appliqués aux crédits à l'immobilier et à l'équipement. Concernant le taux de change effectif du dirham, il s'est déprécié de 0,3% en termes nominaux au troisième trimestre et de 1,3% en termes réels, en raison d'un différentiel d'inflation favorable au Maroc. Pour ce qui est des prix des actifs, l'indice des prix immobiliers calculé par BAM fait ressortir au troisième trimestre une hausse de 2,4%, aussi bien en variation annuelle que trimestrielle. Cette évolution demeure comparable à celle observée globalement au niveau des marchés immobiliers internationaux, lesquels connaissent un redressement progressif des prix depuis fin 2009. Du côté des actifs financiers, les derniers chiffres de la bourse de Casablanca font apparaître une augmentation de 1% du MASI au troisième trimestre 2010 et de 2,6% en octobre, portant ainsi sa performance depuis le début de l'année à 17,6%. A la lumière des évolutions ainsi observées, les pressions inflationnistes d'origine monétaire demeurent globalement modérées.

### 4.1 Conditions monétaires

#### 4.1.1 Taux d'intérêt

Dans un contexte marqué par une balance de risques légèrement orientée à la hausse, en relation principalement avec les perspectives d'évolution des prix à l'importation et par une prévision centrale de l'inflation en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, le Conseil de Bank Al-Maghrib a décidé, lors de sa réunion de septembre, de maintenir le taux directeur à 3,25%. Dans ces conditions, le taux interbancaire s'est établi à 3,26% en moyenne, en octobre et novembre 2010, soit une baisse de 5 points de base par rapport au trimestre précédent.

Parallèlement, les taux des bons du Trésor à court, à moyen et à long termes, émis sur le marché primaire, ont enregistré globalement des baisses au terme du troisième trimestre et en octobre. Le même profil d'évolution a été constaté au niveau du marché secondaire, aussi bien pour les rendements à court terme que pour ceux assortissant les bons à moyen et long termes.



\* L'observation du quatrième trimestre 2010 correspond à la moyenne quotidienne de la période du 1<sup>er</sup> octobre au 24 novembre.

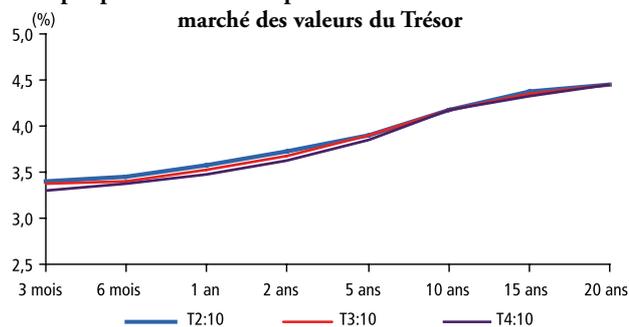
**Tableau 4.1 : Evolution des taux de rendement des bons du Trésor sur le marché primaire**

	2009			2010			
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	octobre
13 semaines	3,26	3,25	3,25	3,44	3,39	-	3,32
26 semaines	3,31	3,27	3,28	3,56	3,45	3,41	-
52 semaines	3,35	3,33	3,37	3,62	3,55	3,49	-
2 ans	3,44	3,48	3,57	3,73	3,69	3,68	-
5 ans	3,69	3,68	3,74	3,95	3,90	3,90	-
10 ans	-	-	-	4,20	4,19	4,17	4,17
15 ans	-	-	-	4,32	4,35	-	4,34

Concernant les taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et à 12 mois a de nouveau connu, entre le troisième trimestre et octobre 2010, une augmentation de 8 points de base, passant à 3,67%. Cette évolution traduit principalement l'accroissement du taux des dépôts à 12 mois, celui des dépôts à 6 mois demeurant inchangé.

S'agissant des conditions débitrices, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques, pour le troisième trimestre 2010, font ressortir un repli de 7 points de base du taux moyen pondéré du crédit bancaire, celui-ci s'étant établi à 6,29%. Cette évolution reflète, le recul des taux appliqués aux crédits à l'immobilier et à l'équipement et, une quasi

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



\* L'observation du quatrième trimestre 2010 correspond à la moyenne quotidienne de la période du 1<sup>er</sup> octobre au 24 novembre.

Tableau 4.2 : Taux créditeurs (placements à terme)

	2009			2010			
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	oct.
6 mois	3,52	3,31	3,24	3,28	3,32	3,32	3,32
12 mois	3,96	3,68	3,69	3,65	3,64	3,71	3,87
Moyenne pondérée	3,78	3,55	3,54	3,48	3,48	3,59	3,67

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

En dépit de l'évolution expansive des facteurs autonomes au cours du troisième trimestre de l'année 2010, l'insuffisance des trésoreries bancaires s'est creusée, ce qui a poussé Bank Al-Maghrib à augmenter ses interventions. En conséquence, l'insuffisance moyenne des trésoreries bancaires est passée de 18,4 milliards de dirhams au deuxième trimestre 2010 à 23,4 milliards au troisième trimestre.

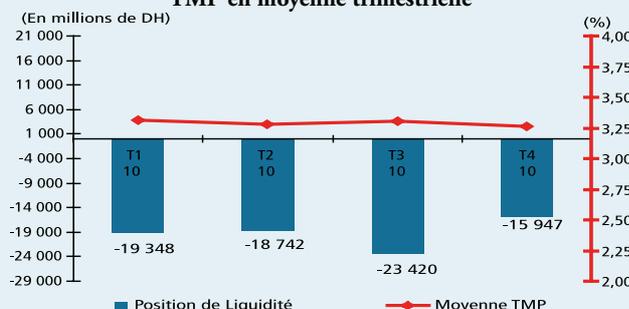
En effet, les opérations sur avoirs extérieurs ont induit une injection de liquidité de 9,7 milliards de dirhams résultant de la différence entre les cessions de billets de banque étrangers qui ont atteint 13,4 milliards de dirhams et les achats de devises par les banques commerciales qui ont totalisé 3,7 milliards de dirhams.

De plus, les opérations du Trésor ont été à l'origine d'une injection de liquidité de 264 millions de dirhams en raison des remboursements des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (19,4 milliards de dirhams).

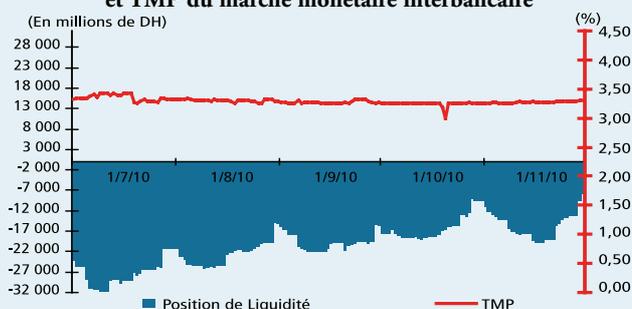
En revanche, l'augmentation de la circulation de la monnaie fiduciaire a atteint 4,9 milliards de dirhams suite aux sorties enregistrées durant la période estivale.

Globalement, les facteurs autonomes ont exercé un effet expansif de 5,1 milliards de dirhams sur les trésoreries bancaires.

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



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



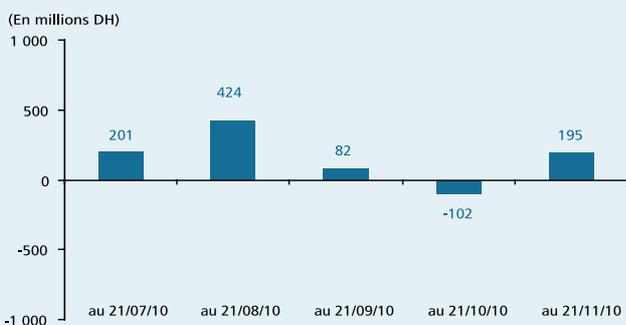
En raison de l'évolution expansive des facteurs autonomes au cours du quatrième trimestre 2010 et de l'augmentation du volume des placements du Trésor, suite aux importants excédents de trésorerie accumulés par le Trésor relatifs à l'encaissement de l'emprunt international d'un montant de 11,2 milliards de dirhams, l'insuffisance moyenne des trésoreries bancaires s'est réduite, passant de 23,4 milliards au troisième trimestre 2010 à 15,9 milliards au quatrième trimestre.

En effet, les opérations du Trésor ont impacté positivement les trésoreries bancaires de 10,4 milliards de dirhams. Les charges du Trésor se sont élevées à 55,7 milliards de dirhams, dont 16,4 milliards dus aux remboursements des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire. Les ressources du Trésor ont totalisé 45,5 milliards de dirhams dont 10,3 milliards attribuables aux souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor. En revanche, l'augmentation de la circulation de la monnaie fiduciaire a atteint 3 milliards de dirhams en raison de l'Aid Al-Adha.

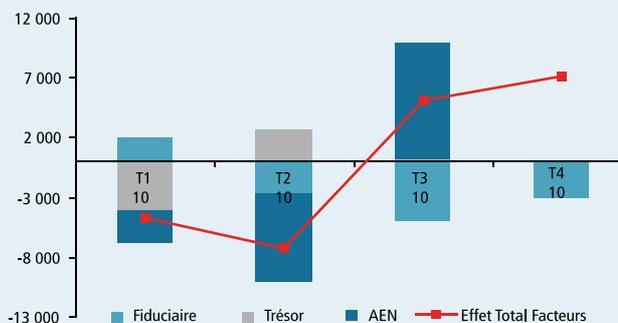
Par ailleurs, les opérations sur avoirs extérieurs ont induit une ponction de liquidité de 108 millions de dirhams résultant de la différence entre les achats de devises par les banques commerciales qui ont totalisé 5,1 milliards de dirhams et les cessions de billets de banque étrangers qui ont atteint 5 milliards de dirhams.

Globalement, les facteurs autonomes ont exercé un effet expansif de 7,1 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

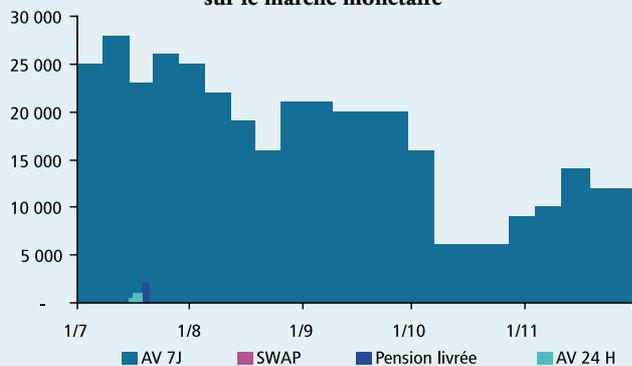


En vue de combler l'insuffisance des trésoreries bancaires qui a atteint en moyenne 15,9 milliards au cours de ce trimestre, Bank Al-Maghrib est intervenue au moyen des opérations d'avances à 7 jours pour un montant quotidien moyen de 10,9 milliards de dirhams.

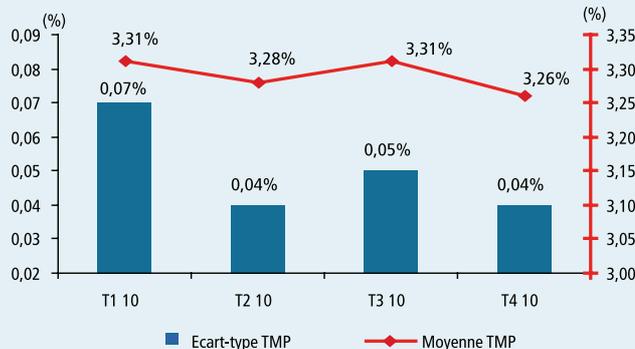
Au cours du quatrième trimestre 2010, le taux moyen pondéré s'est établi en moyenne à 3,26%, en baisse de 5 points de base par rapport au trimestre précédent.

En outre, la volatilité du TMP a baissé de 1 point de base s'établissant à 0,04% contre 0,05% précédemment, principalement en raison de la pression à la baisse subie par le TMP durant le mois d'octobre et dont la moyenne s'est établie à 3,24%.

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



stabilité des taux des crédits à la consommation. A l'inverse, les taux assortissant les crédits de trésorerie se sont légèrement accrus après trois trimestres de baisse.

### 4.1.2 Monnaie, crédit et placements liquides

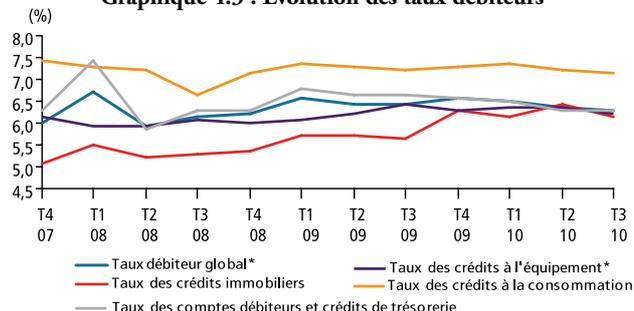
#### Evolution de M3

La croissance de l'agrégat M3 a continué son ralentissement, comme l'indiquent les données les plus récentes relatives au mois d'octobre 2010. Au terme de ce mois, le rythme annuel de progression de M3 s'est établi à 5,7%, après 6,7% en moyenne au cours des trois derniers trimestres, maintenant ainsi l'excédent monétaire à un niveau négatif. L'évolution de la croissance monétaire laisse indiquer que les pressions inflationnistes d'origine monétaire devraient rester modérées au cours des prochains trimestres.

Outre la baisse des créances nettes sur l'administration centrale et des avoirs extérieurs nets, l'évolution de M3 reflète l'accroissement des ressources à caractère non monétaire. En revanche, le crédit continue de progresser à un rythme soutenu, apportant de nouveau la contribution la plus importante à la croissance de M3.

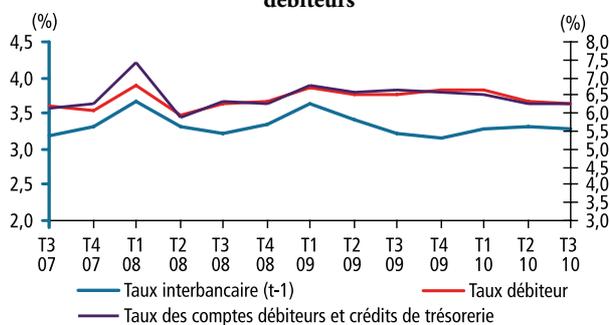
Au niveau des principales composantes de la masse monétaire, des évolutions à des rythmes différenciés ont été observées entre octobre 2010 et le trimestre précédent, indiquant dans l'ensemble la faible constitution d'encaisses monétaires, combinée à quelques effets de base. En effet, parallèlement au ralentissement de la hausse annuelle de la monnaie scripturale de 7,1% au troisième trimestre à 5,9% en octobre, la variation de la monnaie fiduciaire est en revanche passée de 5,6% à 6,7%. Concernant les dépôts à terme, bien qu'en stagnation d'un

Graphique 4.3 : Evolution des taux débiteurs

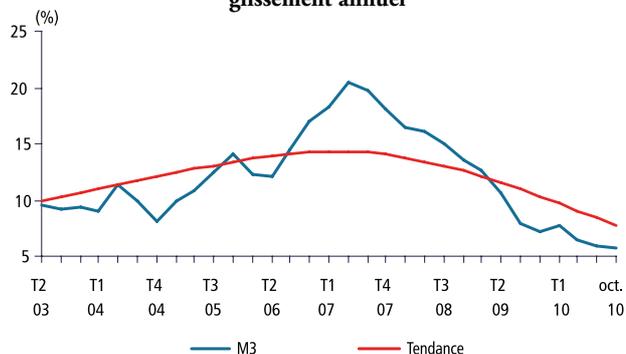


\* Série révisée  
Source : Enquête trimestrielle de BAM auprès des banques

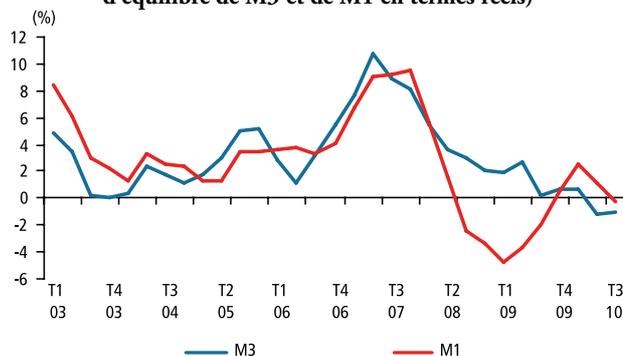
Graphique 4.4 : Evolution du taux interbancaire et des taux débiteurs



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



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



mois à l'autre en octobre, leur progression annuelle est redevenue positive, après plusieurs trimestres de baisse, traduisant, en partie, un effet de base lié au fléchissement accusé une année auparavant. De même, les titres des OPCVM monétaires n'ont pas connu de variation significative, leur nette décélération en glissement annuel étant principalement attribuable à un effet de base.

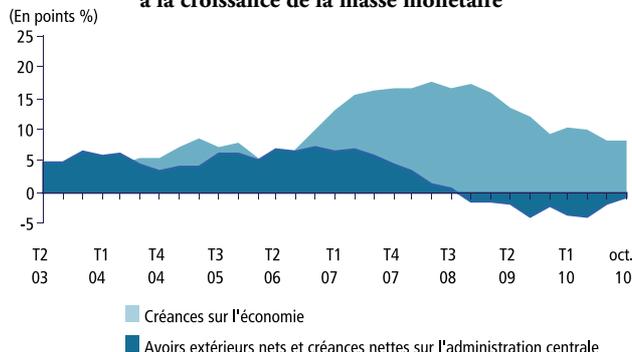
Par agent économique, l'évolution des dépôts inclus dans la masse monétaire demeure tirée par les contributions des agents non financiers, les dépôts des ménages et des sociétés privées ayant de nouveau augmenté en octobre, de 6,1% et de 7,1% respectivement, alors que ceux du secteur public restent, comme lors des derniers trimestres, sans incidence significative. En revanche, les dépôts des agents financiers ont accusé un repli tant d'un mois à l'autre qu'en comparaison annuelle.

### Crédit

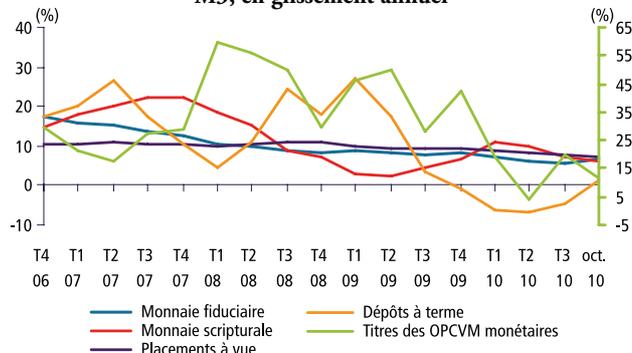
Sur la base des données arrêtées à fin octobre, le taux de progression du crédit s'est établi à 12,1% en glissement annuel, avoisinant ainsi son rythme d'évolution de long terme.

L'analyse du crédit par agent économique fait apparaître l'accélération des concours destinés aux sociétés non financières privées. Ces derniers ont enregistré un taux de croissance annuel de 17,3% en octobre, au lieu de 10,6% au trimestre précédent. Leur contribution à la progression du crédit global est passée de 5,6 points de pourcentage à 8,9 points en octobre. En revanche, le taux de d'accroissement annuel des crédits octroyés aux ménages est revenu de 7,7% au cours du troisième trimestre à 3,9% en octobre, avec une contribution de 1,6 point de pourcentage, au lieu de 3,2 points au trimestre précédent.

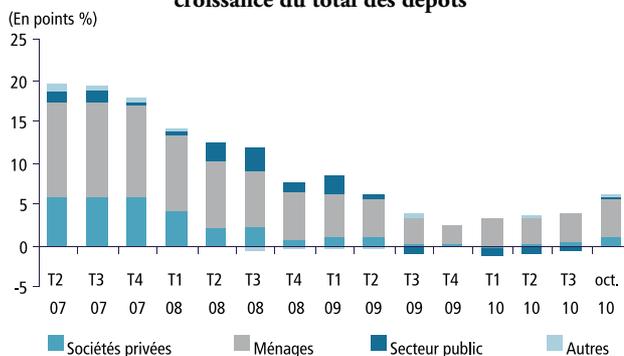
**Graphique 4.7 : Contributions des principales contreparties à la croissance de la masse monétaire**



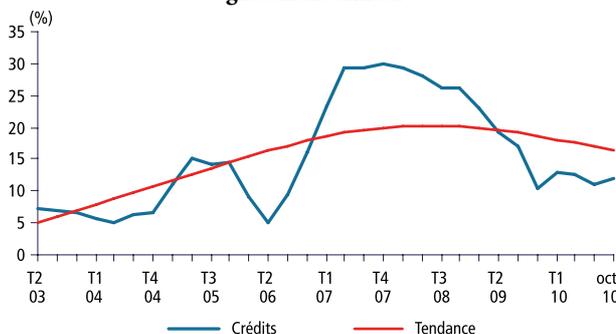
**Graphique 4.8 : Evolution des principales composantes de M3, en glissement annuel**



**Graphique 4.9 : Contributions des agents non financiers à la croissance du total des dépôts**



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



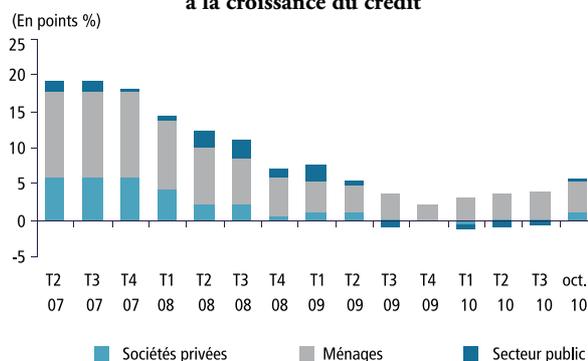
Par objet économique, la progression du crédit est attribuable essentiellement à celle des prêts immobiliers, leur accroissement annuel étant passé à 12,1% en octobre, après 9,6% un trimestre auparavant. S'agissant des facilités de trésorerie, quoiqu'en baisse mensuelle de 0,5%, ils ont augmenté de 5% en glissement annuel, au lieu de 2,7% au troisième trimestre. En revanche, les prêts à l'équipement, après leur hausse annuelle de 18,7% au troisième trimestre, se sont inscrits en ralentissement en octobre, enregistrant une hausse de 17% sur base annuelle. De même, les crédits à la consommation ont vu leur taux d'accroissement annuel revenir de 12,6% au troisième trimestre à 8,7% en octobre, poursuivant ainsi le mouvement de décélération observé depuis plusieurs trimestres.

### Autres sources de création monétaire

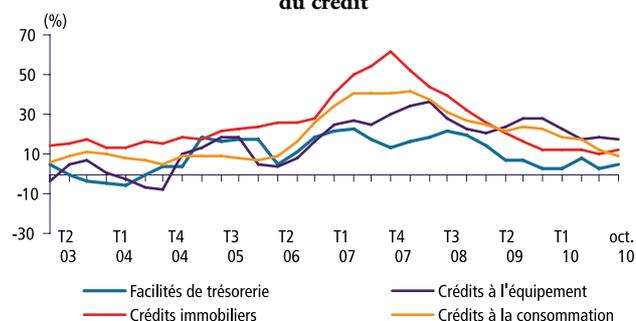
Au cours du troisième trimestre de l'année 2010, les avoirs extérieurs nets ont accusé un repli de 6,6% comparativement à leur niveau observé au cours de la même période de l'année dernière. Cette évolution s'explique principalement par le creusement du déficit commercial et la hausse des dépenses au titre des investissements et prêts privés étrangers. En octobre, l'encours des réserves de change a enregistré une hausse de 3,4% d'un mois à l'autre, suite à l'émission d'un emprunt obligataire de près d'un milliard d'euros effectuée sur le marché international. Aussi, leur baisse en comparaison annuelle s'est-elle atténuée à 1,7%.

Concernant les créances nettes sur l'administration centrale, leur contraction en glissement annuel s'est accentuée en octobre, s'établissant à 3,9%, après 1,9% lors du trimestre précédent. Ce recul traduit essentiellement la poursuite du désendettement du Trésor auprès des autres institutions des dépôts et une légère amélioration de sa position nette vis-à-vis de Bank Al-Maghrib.

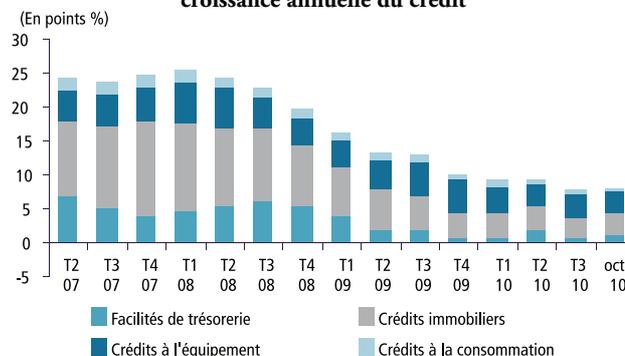
**Graphique 4.11 : Contribution des agents non financiers à la croissance du crédit**



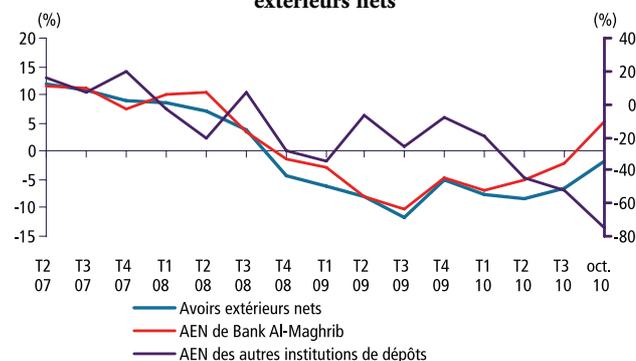
**Graphique 4.12 : Croissance annuelle des principales catégories du crédit**



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



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



## Placements liquides

Au terme du mois d'octobre 2010, et après avoir connu un léger ralentissement au cours du troisième trimestre, le taux de progression annuel des agrégats de placements liquides s'est inscrit en hausse de 22,5% au lieu de 20% au trimestre précédent.

L'évolution des placements liquides a été marquée par l'accroissement des titres des OPCVM actions et diversifiés constituant l'agrégat PL3, leur rythme annuel de progression s'élevant à 22,1% en octobre, après 17,3% en moyenne des trois derniers mois. De même, les actifs inclus dans l'agrégat PL1 se sont renforcés de 23% en octobre, au lieu de 18% un trimestre auparavant, reflétant essentiellement un effet de base dû au net fléchissement observé une année auparavant.

S'agissant du taux de croissance annuel des titres des OPCVM obligataires recensés dans l'agrégat PL2, il s'est établi à 21,9% en octobre au lieu de 24,9% au cours du troisième trimestre 2010.

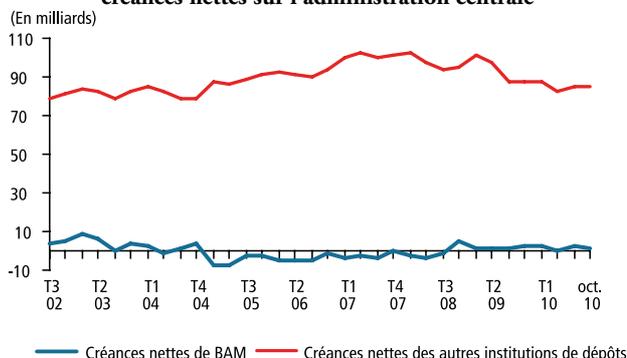
## Taux de change

Au cours du troisième trimestre de l'année 2010 et par rapport au trimestre précédent, le dirham s'est apprécié de 1,34% par rapport au dollar américain. En revanche, il s'est déprécié respectivement de 0,3%, de 5,66% et de 2,57% à l'égard de l'euro, du yen japonais et de la livre sterling.

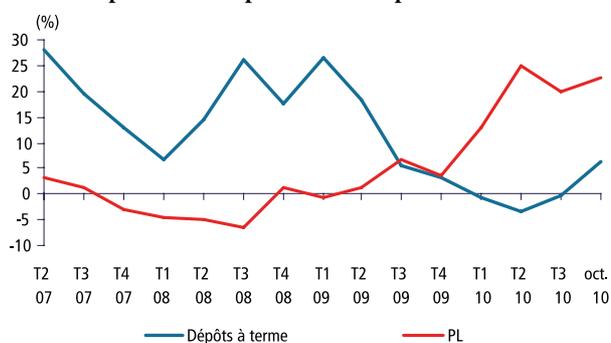
En moyenne des mois d'octobre et novembre, la monnaie nationale a enregistré une hausse de 5,46% par rapport au dollar et une baisse de 1,16% vis-à-vis de l'euro.

Le taux de change effectif nominal du dirham, calculé à partir des taux de change bilatéraux vis-à-vis des principaux pays partenaires et

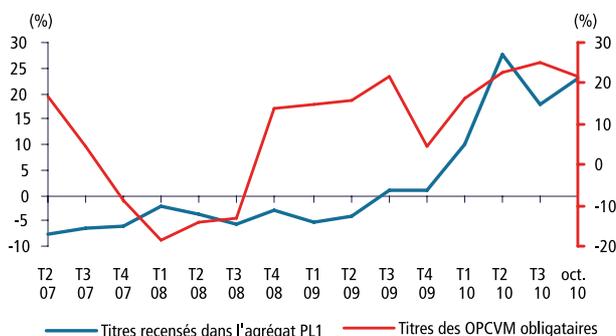
Graphique 4.15 : Evolution trimestrielle de l'encours des créances nettes sur l'administration centrale



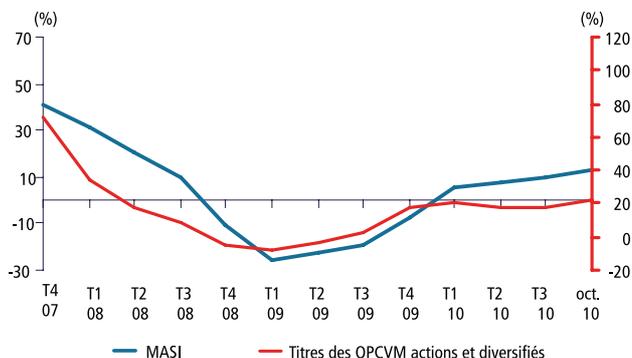
Graphique 4.16 : Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme



Graphique 4.17 : Evolution des agrégats PL1 et PL2



Graphique 4.18 : Croissance annuelle de PL3 et du Masi



concurrents du Maroc, a continué sur sa tendance baissière, se dépréciant de 0,3% au titre du troisième trimestre de l'année 2010. La dépréciation du dirham en termes réels s'est établie à 1,3% et ce, en relation avec l'évolution favorable du différentiel d'inflation.

## 4.2 Prix des actifs

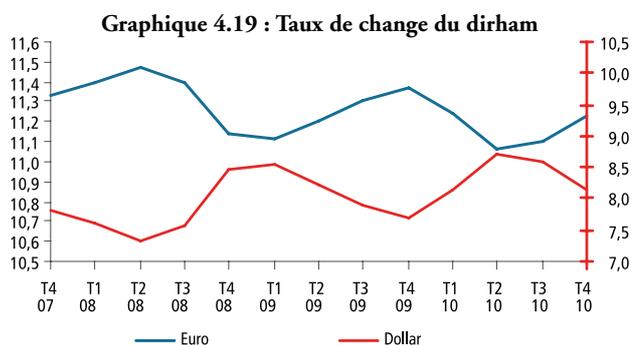
### 4.2.1 Actifs immobiliers

Le secteur de l'immobilier poursuit son redressement sur le plan international. La hausse des prix des actifs immobiliers, observée à partir de fin 2009, s'est confirmée au troisième trimestre 2010. Ainsi, les prix des actifs immobiliers ont progressé de 8,9% et de 3,3%, en glissement annuel, respectivement en France et au Royaume-Uni, ceux en Espagne accusant, en revanche, un repli de 3,4%.

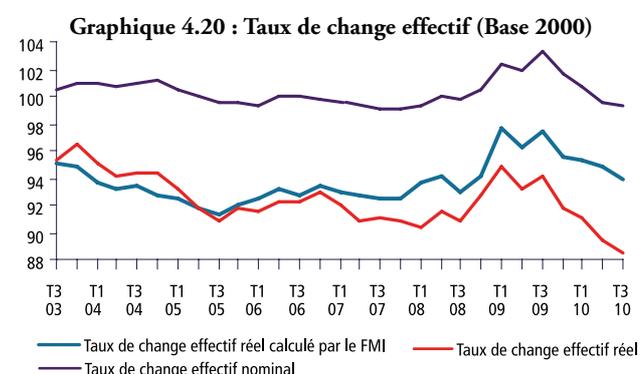
Au Maroc, les résultats relatifs à l'indice des prix des actifs immobiliers (IPAI) au titre du troisième trimestre 2010, font apparaître une nouvelle augmentation de 2,4% des prix des biens immobiliers, après 1,1% au trimestre précédent. En glissement annuel, l'IPAI s'est également accru de 2,4%, après une progression de 0,4% au cours du trimestre précédent.

Toutefois, selon les données arrêtées 35 jours après la fin du troisième trimestre, les ventes des biens immobiliers résidentiels immatriculés au niveau de l'ANCFCC ont accusé, au cours du troisième trimestre 2010, une baisse de 24,6% sur un an, pour s'établir à près de 13 000 transactions. Cette contraction reflète la diminution des ventes des trois catégories de logements, principalement les appartements.

Les crédits à l'habitat (Voir graphique 4.23) ont progressé de près de 13% en glissement annuel pour atteindre 120,7 milliards de dirhams au troisième trimestre 2010. Parallèlement, l'indice

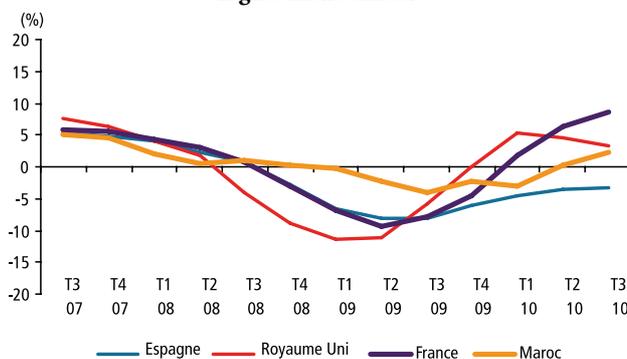


\* L'observation du quatrième trimestre 2010 correspond à la moyenne arithmétique des données allant du 1<sup>er</sup> octobre au 30 novembre.

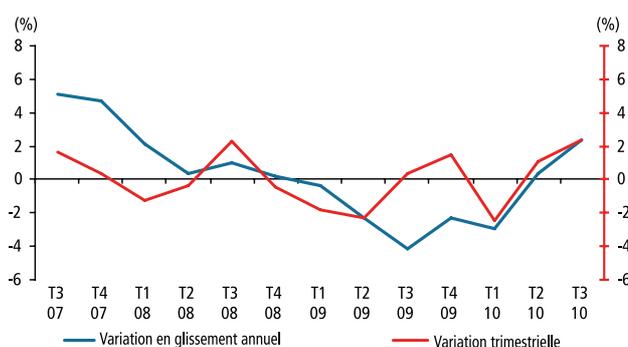


Source : calcul de BAM et du FMI

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



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



boursier de l'immobilier (Voir graphique 4.24) a enregistré une hausse de 3,1% en glissement annuel.

### 4.2.2. Cours des actions

A l'issue du troisième trimestre de l'année 2010, le MASI a enregistré une augmentation de 1% par rapport au deuxième trimestre 2010, affichant ainsi une performance annuelle de près de 14%. La tendance haussière s'est poursuivie au mois d'octobre, cet indice MASI réalisant une appréciation de 2,6%, portant ainsi sa performance depuis le début de l'année à 17,6%. En revanche, l'indice du secteur de l'immobilier a marqué un recul de 8,6% d'un trimestre à l'autre, tandis qu'il a connu une progression de 1,3% à fin novembre.

Le PER de la place de Casablanca s'est réduit d'un trimestre à l'autre, passant de 18,1 à 17,7 avant de s'apprécier à nouveau à 18,3 à fin novembre, demeurant par conséquent relativement élevé par rapport à celui d'autres marchés de taille comparable.

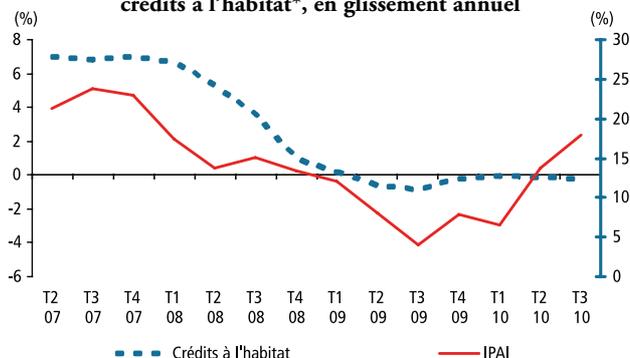
En outre, le Price Book Ratio<sup>1</sup>, situé à 3,7 à fin novembre, demeure parmi les plus élevés comparativement aux autres marchés.

Le volume des transactions s'est, pour sa part, inscrit en hausse de 11,8%, atteignant 65,6 milliards de dirhams contre 58,6 milliards le trimestre précédent. Il s'est chiffré à près de 43 milliards pour les mois d'octobre et de novembre.

En revanche, la capitalisation boursière s'est contractée de 5,5%, s'établissant à 538,2 milliards de dirhams. Les données à fin novembre indiquent toutefois un redressement de la capitalisation de la place de Casablanca, qui s'est élevée à 558,2 milliards de dirhams.

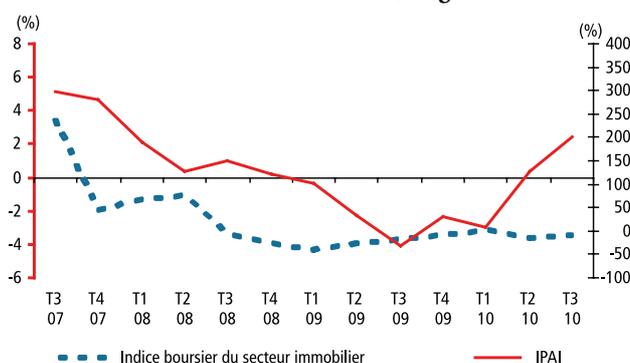
<sup>1</sup> Price Book Ratio est le rapport entre la valeur de marché des capitaux propres (la capitalisation boursière) et leur valeur comptable.

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

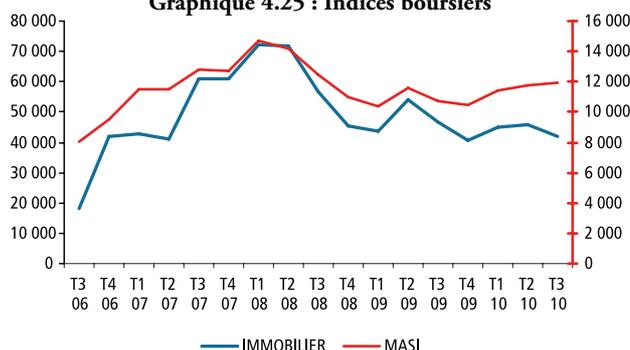


\* Compte non tenu de crédits destinés à la promotion immobilière

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



Graphique 4.25 : Indices boursiers



Sources: Datastream, CFG

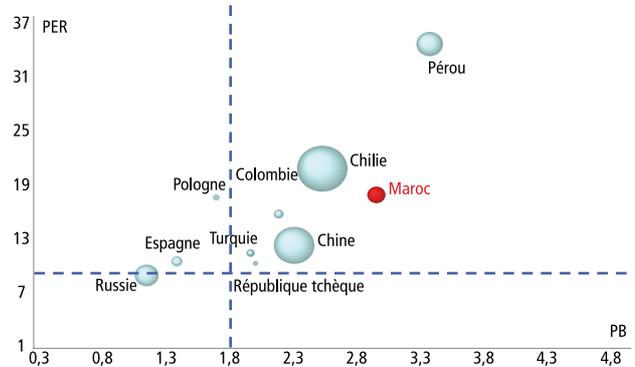
Tableau 4.3 : Valorisation du marché des actions

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

Sources : Datastream et CFG

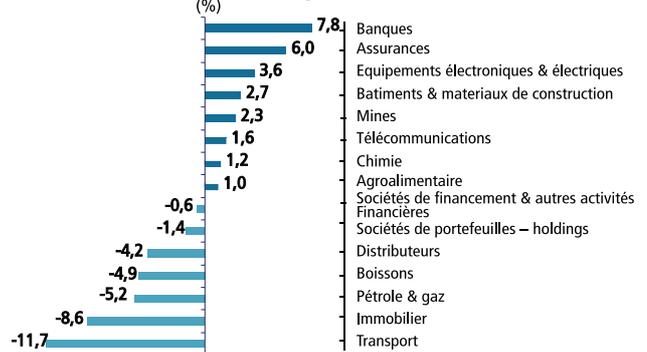
Les indices sectoriels, pour leur part, laissent apparaître des évolutions divergentes d'un trimestre à l'autre. C'est ainsi que l'indice relatif au secteur pharmaceutique a progressé de 11,2% et ceux relatifs aux secteurs des banques et des assurances se sont appréciés respectivement de 7,8% et de près de 6%. En revanche, les indices du transport et de l'immobilier ont enregistré des dépréciations respectives de 11,7% et de 8,6%.

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



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

Graphique 4.27 : Evolution des indices sectoriels au 3<sup>ème</sup> trimestre, en glissement trimestriel



## 5. ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Les données disponibles à fin octobre 2010 ressortent en ligne avec les prévisions trimestrielles de Bank Al-Maghrib publiées dans le RPM précédent, qui tablaient sur un ralentissement de l'inflation au cours du troisième trimestre. En l'absence d'une matérialisation des facteurs de risques, notamment ceux liés à l'évolution des prix à l'import, la poursuite de la modération des pressions émanant de la demande et le faible rythme de hausse des prix à la consommation chez nos principaux partenaires commerciaux continuent de contenir l'inflation au niveau national à des rythmes compatibles avec la stabilité des prix. Ainsi, l'inflation globale s'est établie, en glissement annuel, à 1,8% en octobre après 0,5% au troisième trimestre 2010. La modération et la faible volatilité de l'inflation est davantage perceptible à l'examen de l'évolution de l'inflation sous-jacente, dont le rythme s'est limité à 0,5% en octobre en glissement annuel, recouvrant une baisse de l'indice des prix des produits échangeables inclus dans l'IPCX (IPCXE) de 0,5% et une hausse de 1,5% de celui des produits non échangeables (IPCXNE). En revanche, les prix à la production industrielle semblent partiellement refléter le renchérissement récent des cours mondiaux de certaines matières premières énergétiques et alimentaires, enregistrant ainsi une nouvelle progression en glissement annuel de 7,1% en octobre après celle de 4,9% observée en septembre.

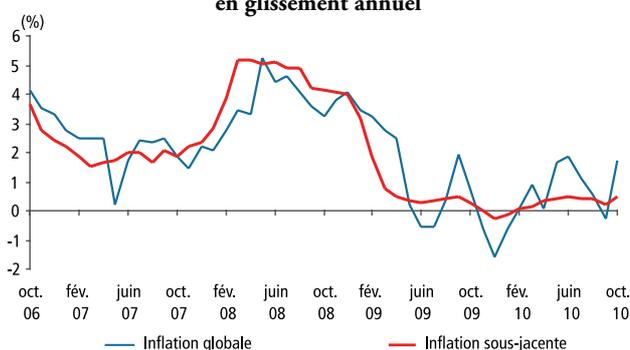
### 5.1 Evolution de l'inflation

Globalement, l'évolution de l'inflation depuis plusieurs trimestres demeure compatible avec la stabilité des prix, à la faveur de la modération des pressions émanant de la demande et de la faiblesse des tensions sur les prix à la consommation chez les principaux partenaires commerciaux. A très court terme, les fluctuations des prix de certains produits alimentaires exercent un effet sur la volatilité de l'inflation sans pour autant altérer considérablement sa moyenne.

Après avoir atteint 0,6% en août 2010 et -0,3% en septembre, l'inflation, mesurée par la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC), s'est établie à 1,8% en octobre, reflétant notamment la hausse des prix de la composante « produits alimentaires volatils », elle-même due en partie à un effet de base.

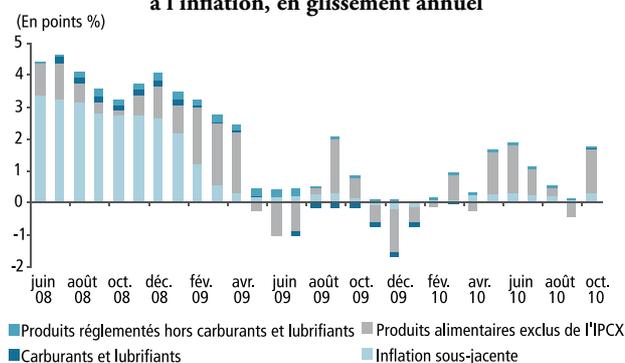
Ainsi, les produits alimentaires volatils, constitués principalement des produits frais, ont vu leur prix progresser de 9,9% en octobre, alors qu'ils avaient régressé de 2,8% un mois auparavant. Outre l'effet de base, cette évolution s'explique

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

par le renchérissement ponctuel des légumes frais consécutif à la baisse de l'offre sur les marchés due au retard des récoltes automnales, mais également à l'augmentation des frais de transport en raison de l'entrée en vigueur, en octobre, du nouveau code de la route.

Compte non tenu des produits alimentaires volatils et des produits réglementés (environ 33% du panier de l'IPC), l'inflation sous-jacente a atteint 0,5% en octobre, après 0,3% au troisième trimestre 2010. La légère hausse ainsi observée en octobre tient principalement à l'augmentation des prix des composantes « thé » et « enseignement préliminaire et primaire » ainsi qu'à l'atténuation de la baisse, en glissement annuel, des prix de certains produits alimentaires de base, en particulier les céréales et les huiles. Sur les dix premiers mois de 2010, l'inflation sous-jacente s'est limitée à 0,3% au lieu de 0,8% durant la même période de l'année précédente.

Quant aux tarifs des carburants et lubrifiants, ils sont maintenus inchangés d'un mois à l'autre et par rapport au même mois de l'année précédente, tandis que les prix des autres produits réglementés ont progressé de 0,2%, rythme comparable à celui observé en septembre.

## 5.2 Biens échangeables et Biens non échangeables

L'analyse de la dynamique des prix est menée également à travers la décomposition de l'indice général en produits échangeables et non échangeables, dont les pondérations s'élèvent respectivement à 49% et 51% du panier de l'indice général. Ainsi, cette ventilation montre que l'inflation globale a été davantage tirée par les produits échangeables dont la variation, en glissement annuel, est passée de -1,2% en septembre à 2,6% en octobre, contribuant à

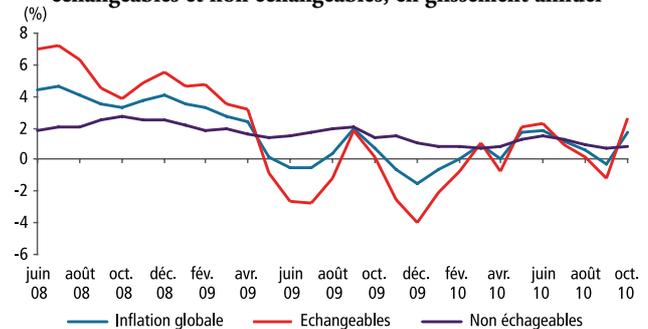
Tableau 5.1 : Inflation et ses composantes

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

\* 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



Sources : HCP et calculs BAM

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	oct. 10
Super carburant	11,25	10,25	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	7,15
Fuel industriel (Dh/Tonne)	3 374	3 074	3 074	3 074	3 074	3 074	3 678

\* Le gasoil 50 PPM a remplacé le gasoil 350 en février 2009 et le gasoil ordinaire en avril 2009

Source : Ministère de l'énergie et des mines

hauteur de 1,3 point de pourcentage à l'inflation globale. Pour sa part, l'inflation des non échangeables n'a que légèrement augmenté de 0,7% à 0,9%, avec une contribution à l'inflation de l'ordre de 0,4 point de pourcentage.

Compte non tenu des composantes « produits alimentaires volatils » et « produits réglementés », l'inflation des produits échangeables (IPCXE) demeure négative, s'établissant à -0,9% en août et septembre et à -0,5% en octobre 2010.

Cette évolution s'explique par la poursuite de la baisse, en glissement annuel, des prix de certains produits alimentaires de base, conjuguée au recul des prix des biens de consommation durable, notamment les voitures et les appareils ménagers. Pour sa part, le rythme de progression de l'indice des prix des non échangeables hors produits volatils et réglementés (IPCXNE), qui revêt un intérêt particulier pour l'évaluation des tensions inflationnistes d'origine interne, a évolué aux alentours de 1,6% durant les trois derniers mois, contre une moyenne de 1,9% observée depuis début 2009.

### 5.3. Biens et services

La répartition de l'indice global des prix à la consommation par nature de produits montre qu'en octobre 2010, l'inflation a été principalement tirée par l'évolution des prix des biens. Les prix des services et les carburants et lubrifiants continuent, quant-à-eux, de progresser à des rythmes stables et modérés.

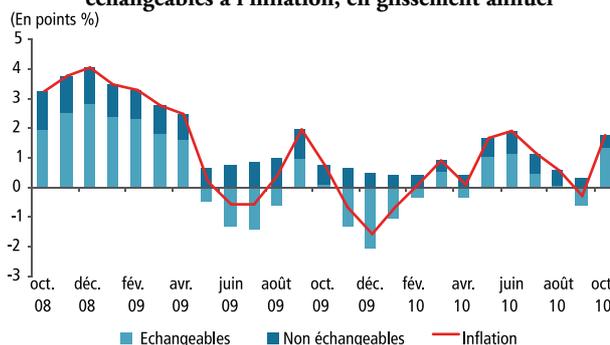
En effet, les prix des biens non transformés, composés principalement de produits alimentaires volatils ont vu leur rythme de progression revenir de 1,5% en août à -1,8% en septembre avant d'atteindre 5,9% en octobre 2010.

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

	Evolution en variation mensuelle (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	août 10	sept. 10	oct. 10	août 10	sept. 10	oct. 10
Biens échangeables	1,5	2,6	1,9	0,1	-1,2	2,6
Biens non échangeables	0,4	0,1	-0,2	1,0	0,7	0,9

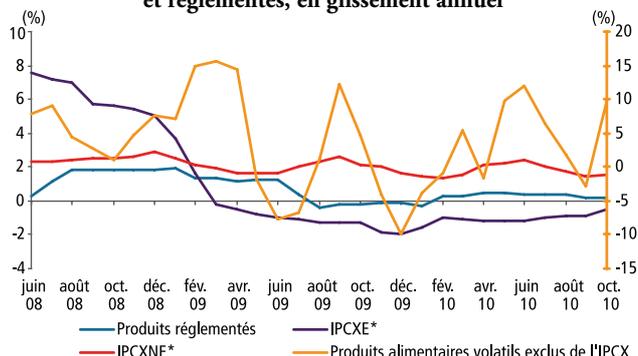
Sources : HCP et calculs de BAM

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



Sources : HCP et calculs 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

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

	Contributions à l'inflation en variation mensuelle		Contributions à l'inflation en glissement annuel	
	sept. 10	oct. 10	sept. 10	oct. 10
Produits Exclus de l'IPCX	1,1	0,7	-0,4	1,4
Dont :				
Produits réglementés	0,0	0,0	0,0	0,0
Produits alimentaires volatils	1,1	0,7	-0,4	1,4
IPCXE	0,1	0,1	-0,3	-0,2
IPCXNE	0,2	0,0	0,4	0,5

Sources : HCP et calculs BAM

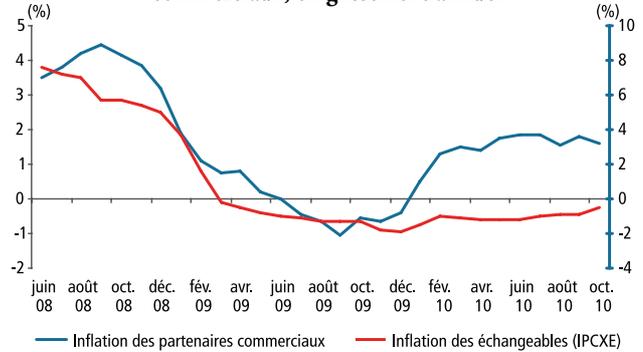
Pour leur part, les prix des biens transformés hors carburants et lubrifiants ont accusé une baisse moins marquée, soit -0,3% en octobre, au lieu de -0,7% en septembre et -0,6% en août. La contribution de cette catégorie de biens à l'inflation s'est établie à -0,3 point de pourcentage en août et septembre et -0,1 point en octobre. S'agissant des prix des services, ils ont évolué au même rythme constaté le mois précédent, soit 1,5%. Les prix des carburants et des lubrifiants, inchangés depuis juillet 2009, ressortent de leur côté en stagnation depuis juin dernier par rapport à leurs niveaux observés un an auparavant.

### 5.4 Indice des prix à la production industrielle

Les données du mois d'octobre 2010, relatives à l'indice des prix à la production des industries manufacturières, laissent indiquer une remontée des coûts de production, en liaison avec l'évolution des cours des matières premières à l'échelle internationale. Ainsi, la hausse annuelle de l'indice des prix à la production industrielle est passée de 4,9% en septembre à 7,1% en octobre, reflétant essentiellement l'accélération du rythme de progression des prix dans la branche cokéfaction et raffinage à 25,6% en octobre après 18% en septembre. La contribution des prix de la branche de cokéfaction et raffinage à la hausse de l'indice de référence s'est élevée à 6,3 points de pourcentage, comparée à celle de 4,6 le mois précédent.

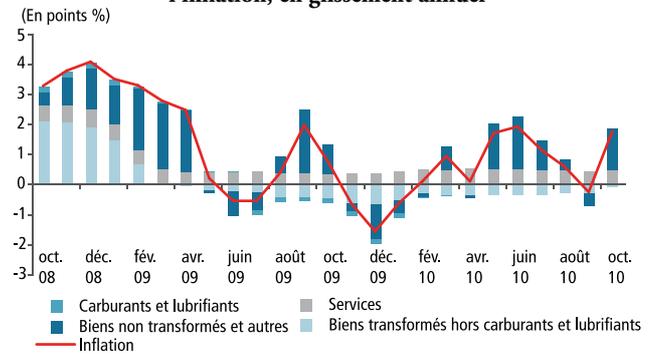
Hors cokéfaction et raffinage, le rythme de progression annuelle des prix à la production industrielle s'est limité à 1,1% en octobre après 0,4% en septembre. Cette évolution recouvre, d'une part, l'accélération de la hausse des prix des branches « Travail du bois et fabrication d'articles en bois » et « travail des métaux » à 10,5% et 2,1% respectivement et, d'autre part, l'atténuation de la baisse des prix des branches « industries alimentaires » et « industrie d'habillement et

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



Source : HCP, IFS et calculs BAM

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



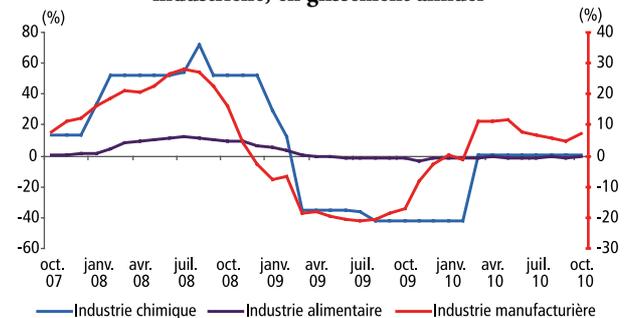
Sources : HCP et calculs BAM

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

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

\* hors carburants et lubrifiants  
Sources : HCP et calculs BAM

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



Sources : HCP et calculs BAM

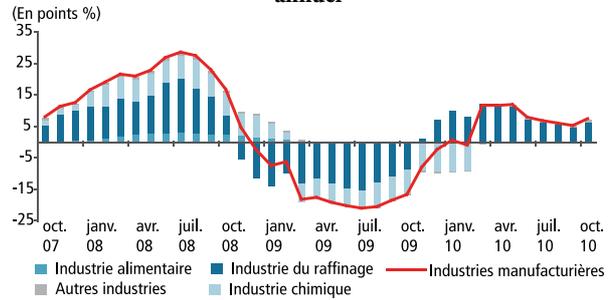
des fourrures » revenue de -1,1% et -0,5% en septembre à -0,2% et -0,3% respectivement en octobre. Pour sa part, la contribution des prix des branches « industrie du papier et du carton » et « industrie métallurgique » à la hausse annuelle des coûts de production n'a pas connu de variations significatives par rapport au mois précédent.

### 5.5 Anticipations d'inflation

Selon les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib, les prix des produits industriels ne devraient pas connaître de hausses significatives, comme en témoigne le maintien du pourcentage des chefs d'entreprises anticipant une stagnation de ces prix à un niveau élevé de 82% en octobre, après 77% en moyenne au cours du troisième trimestre 2010 (Voir graphique 5.11).

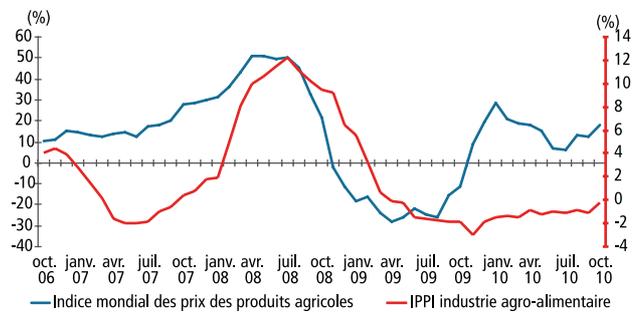
S'agissant des anticipations des opérateurs par rapport à l'évolution de l'inflation des prix à la consommation, les résultats de l'enquête indiquent que le pourcentage des chefs d'entreprise anticipant une stagnation au terme des trois prochains mois a également marqué une hausse en octobre pour s'établir à 62%, après la baisse relevée en août et septembre. Parallèlement, le pourcentage de ceux ayant anticipé une hausse est revenu de 36% à 28% d'un mois à l'autre (Voir graphique 5.12).

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



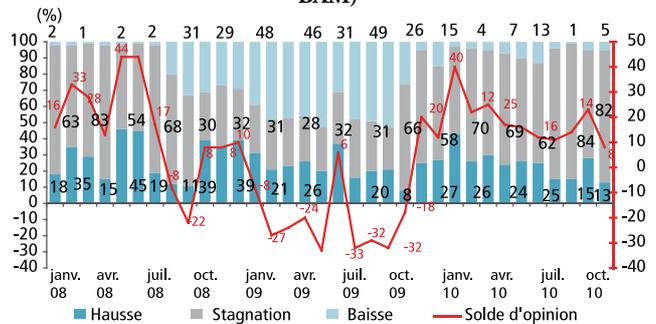
Sources : HCP et calculs BAM

**Graphique 5.10 : Evolution des prix des produits alimentaires au Maroc et sur les marchés internationaux, en glissement annuel**



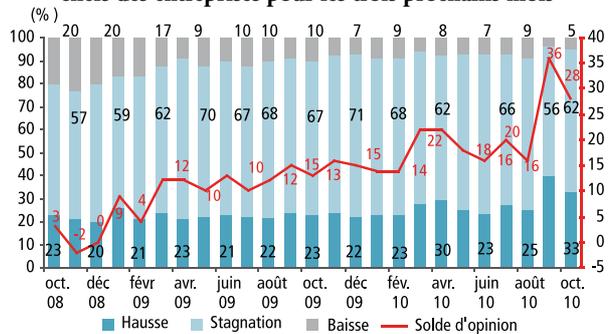
Sources : Banque mondiale, HCP et calculs de BAM

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



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

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



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

---

## 6. PERSPECTIVES DE L'INFLATION

---

*Cette section présente l'évolution de l'inflation jugée la plus probable (prévision centrale) au cours des six prochains trimestres et examine les principaux risques qui lui sont associés (balance des risques). Le scénario de la prévision centrale est donc conditionné par les hypothèses et les évolutions envisagées pour une série de variables affectant l'activité et l'inflation. Sous l'hypothèse de la non-matérialisation des principaux facteurs de risque identifiés, l'évolution de l'inflation à l'horizon des six prochains trimestres reste en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, avec une prévision moyenne de l'ordre de 2,2%. Au cours de l'année 2010, l'inflation devrait se situer autour de 1%, un niveau égal à celui communiqué dans le cadre du dernier Rapport sur la Politique Monétaire. Pour l'année 2011, le niveau d'inflation devrait s'établir à 2,3%, contre 2,2% prévu dans le cadre du RPM du mois de septembre. La balance des risques pour le présent exercice de prévision est globalement équilibrée en raison des incertitudes entourant l'évolution future des crédits et des prix à l'importation.*

---

### 6.1 Hypothèses du scénario de base

#### 6.1.1 Environnement international

Au terme d'une année marquée par un rebond de la croissance économique, après le creux enregistré en 2009 sur fond de crise financière, l'activité mondiale continue de s'inscrire sur une tendance haussière confortant en conséquence la dynamique actuelle de reprise, avec toutefois des performances différenciées selon les pays.

Les économies avancées ont ainsi continué d'afficher des taux de croissance positifs au troisième trimestre de l'exercice en cours, comme en témoignent la Zone euro et les Etats-Unis qui ont enregistré respectivement des taux de croissance de l'ordre de 1,9% et 3,2%. Cette performance est essentiellement due aux accroissements qu'ont connus la production et le commerce mondiaux, au redressement des stocks et de l'investissement, à la reprise notable de la consommation et, enfin, à la normalisation du climat de confiance dans la sphère financière plus particulièrement aux Etats-Unis.

Néanmoins, l'embellie économique caractérisant la fin de l'année en cours demeure fragilisée par les appréhensions liées à la nature cyclique des

principaux moteurs de la reprise, à l'image des mesures de relance gouvernementales et du redémarrage du stockage. En outre, les taux de chômage dans les pays avancés n'ont reculé que modérément après les sommets atteints l'année passée. Aussi, les réductions des heures travaillées qui ont été observées dans certains pays européens et au Japon ne favoriseront vraisemblablement pas une augmentation des créations nettes d'emplois dans le cas où le contexte actuel de reprise se confirmait dans le futur, étant donné que la hausse de productivité sera fort certainement réalisée à travers une augmentation du temps de travail.

S'agissant des perspectives de croissance, le Fonds Monétaire International a revu à la hausse ses prévisions relatives à l'activité économique dans la Zone euro pour l'exercice en cours ainsi que pour l'année prochaine. En conséquence, le FMI prévoit désormais un taux de croissance de l'ordre de 1,7% en 2010 et 1,5% en 2011, alors qu'il tablait dans l'édition du mois de juillet sur un accroissement de 1% en 2010 et 1,3% en 2011. En revanche, les anticipations relatives à l'économie américaine ont été revues à la baisse puisqu'un taux de croissance de 2,6% (au lieu de 3,3%) est attendu en 2010 ; de même la prévision de 2011 est passée de 2,9% à 2,3%.

Les risques entourant les perspectives de croissance demeurent substantiels et sont orientés à la baisse. A court terme, des interactions négatives peuvent en effet provenir de la vulnérabilité du marché de l'immobilier, du ralentissement de la cadence des flux de reconstitution des stocks, ainsi que de la hausse des prix du pétrole et des autres matières premières en raison d'une forte demande émanant des pays émergents à même de provoquer un durcissement prématuré de la politique monétaire. Par ailleurs, les inquiétudes relatives à la soutenabilité de la dette publique de certains pays peuvent considérablement perturber les marchés financiers et créer un climat d'instabilité. Enfin, la production potentielle dans les économies avancées resterait probablement inférieure aux niveaux affichés avant le déclenchement de la crise, laissant ainsi entrevoir la possibilité d'une persistance de taux de chômage élevés.

Sur la base de ces évolutions, nous retenons comme scénario central dans le présent Rapport sur la Politique Monétaire des taux de croissance pondérés pour nos principaux partenaires commerciaux (Allemagne, Espagne, France et Italie) de l'ordre de 1,4% en 2010 et 2011. Pour l'exercice de 2012, un taux d'accroissement de 1,8% a été retenu. Comparativement à celles présentées dans le RPM du mois de septembre (1% en 2010 et 1,3% en 2011), ces hypothèses ont été revues à la hausse en ligne avec les révisions qui ont concerné les principales économies de la Zone euro. 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.

Etant donné les pressions à la hausse exercées par la montée des cours des produits de base, l'inflation a connu un léger accroissement dans les économies avancées durant ces derniers mois. Toutefois, elle devrait demeurer à un niveau

modéré compte tenu de l'atténuation attendue des prix des produits de base (OCDE), ainsi que de la stagnation anticipée de l'inflation hors alimentation et énergie. Dans ce contexte, la BCE prévoit pour la Zone euro un taux d'inflation de 1,5% en 2010. Les prévisions relatives aux deux prochaines années font quant à elles état d'un taux d'inflation de 1,6% en 2011 et 1,5% en 2012.

Les risques pesant sur l'évolution de l'inflation dans la Zone euro sont globalement orientés à la hausse, bien qu'ils demeurent tempérés par une évolution restreinte des prix et des coûts internes. Cette orientation découle essentiellement de la persistance de craintes relatives à un renchérissement potentiel des prix de l'énergie et des cours des matières premières hors pétrole, ainsi que de la hausse des taux de la fiscalité indirecte et du relèvement des prix administrés qui pourraient être plus importants qu'anticipé actuellement par la BCE, en raison de l'assainissement budgétaire auquel les pays ayant creusé leur déficit durant la crise doivent nécessairement procéder au cours des prochaines années.

Ces évolutions pointent vers une probable stagnation du taux directeur à court terme de la BCE à son niveau actuel de 1%. Sur cette base, le scénario central du présent RPM retient comme hypothèse un taux Euribor de 1,08% pour le quatrième trimestre de l'année en cours. Ce taux devrait croître progressivement pour se situer à une moyenne de 1,30% au premier semestre de 2011 et de 1,56% au second semestre de la même année. Au premier trimestre de 2012, nous retenons un taux Euribor de 1,76%.

Enfin, dans un contexte international marqué par une hausse des cours des matières premières, les indicateurs des prix à l'importation hors énergie inclus dans les modèles de prévision développés

par Bank Al-Maghrib concernant l'exercice de 2011 ont été légèrement revus à la hausse par rapport à l'évolution annoncée dans le cadre du Rapport sur la Politique Monétaire du mois de septembre.

### 6.1.2 Environnement national

Les perspectives de l'économie nationale pour l'année 2011 indiquent la poursuite de la relance de l'activité non agricole tirée essentiellement par la demande intérieure publique et privée. La demande extérieure adressée au Maroc reste quant à elle tributaire de la reprise de l'activité chez nos principaux partenaires commerciaux.

S'agissant de l'activité agricole, et conformément aux dernières déclarations du Ministère de l'Agriculture, la campagne de 2010-2011 s'annonce favorable en raison des conditions climatiques de démarrage et des mesures prises dans le cadre du plan « Maroc Vert », notamment les subventions des semences céréalières et l'extension des surfaces irriguées. Dans cette perspective, nous retenons comme hypothèse dans notre scénario central une production céréalière de 70 millions de quintaux pour la présente campagne agricole, soit un niveau relativement supérieur à une campagne agricole moyenne. Ainsi et comparativement à l'année dernière, la valeur ajoutée de ce secteur connaîtrait une légère contraction. Concernant la campagne 2011-2012, nous retenons l'hypothèse d'une production céréalière moyenne de 60 millions de quintaux.

Par ailleurs, l'activité non agricole devrait continuer de croître en lien avec la dynamique de la demande intérieure. En effet, celle-ci resterait soutenue grâce aux investissements publics qui affichent une augmentation de 21,4%, au titre de la Loi de Finances 2011. De même, la consommation des ménages se

maintiendrait à un niveau favorable compte tenu des perspectives de réalisation d'une bonne campagne agricole et de la reprise des transferts des MRE.

De même, la demande étrangère adressée au Maroc continue d'enregistrer un rythme de croissance favorable en lien avec un environnement international plus propice. Néanmoins, ce dynamisme demeure moins soutenu comparativement à la tendance observée avant le déclenchement de la crise, en raison d'une reprise modérée chez nos principaux partenaires commerciaux.

Ces évolutions laissent présager une poursuite du redressement de l'activité économique pour l'année 2011.

Concernant le marché du travail, les dernières données disponibles datant du 3<sup>ème</sup> trimestre 2010 indiquent une légère baisse du taux de chômage qui est passé de 9,8% à 9%, soit une baisse de 0,8% en glissement annuel. Cette amélioration est observée aussi bien dans le milieu urbain que rural. Les principales créations d'emplois sont enregistrées au niveau des secteurs services, BTP, agriculture, forêt et pêche soit respectivement 73.000, 52.000 et 40.000 nouveaux postes. En revanche, le secteur industriel a enregistré une perte de près de 70.000 emplois.

L'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib du 3<sup>ème</sup> trimestre de l'année en cours fait état d'une légère progression, pour le 4<sup>ème</sup> trimestre 2010, de l'effectif global employé dans le secteur industriel accompagnée d'une quasi stabilité dans les branches des industries chimiques et parachimiques. En parallèle, les perspectives relativement favorables caractérisant l'actuelle campagne agricole et la relance anticipée de l'activité non agricole tendent à indiquer une

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

Le redressement de l'activité mondiale devrait impacter l'évolution des cours du marché du pétrole. En effet, les dernières projections du FMI relatives au prix du baril (panier) ont été revues à la hausse et se situent désormais à 76,20 dollars pour 2010 et à 78,75 dollars pour 2011. Cette hausse, imputable en partie à la reprise de l'activité dans les pays émergents, devrait rester modérée en lien avec les perspectives de croissance modeste des économies avancées. Sur le marché des futures, le prix du baril s'établit en moyenne à 85 et 92,5 dollars respectivement pour 2011 et 2012. Enfin, les dernières prévisions de la Banque Mondiale tablent quant à elles sur un cours (panier) de 73,2 dollars le baril en 2011 et 73,1 pour l'année 2012.

Ces projections indiquent que le système de compensation nationale resterait soutenable eu égard aux charges programmées dans le cadre de la Loi de Finances 2011, chiffrées à 17 milliards de DH et effectuées sur la base d'un scénario de 78 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.

## 6.2 Prévision d'inflation et balance des risques

Dans l'hypothèse de la non matérialisation des principaux risques décrits ci-dessous, la prévision centrale à l'horizon des six prochains trimestres devrait se situer à 2,2%. Ce niveau, supérieur au taux de 1,9% prévu dans le cadre du précédent

Rapport sur la Politique Monétaire, demeure en ligne avec l'objectif de stabilité des prix.

Concernant l'évolution des prévisions sur un horizon de six trimestres, l'inflation devrait augmenter au quatrième trimestre de cette année pour se situer autour de 2,4%. Pour l'ensemble de l'année 2010, l'inflation devrait s'établir à 1%, soit un niveau similaire à celui enregistré en 2009. Concernant l'année 2011, l'inflation devrait atteindre 2,3%.

Ainsi, l'inflation au cours du premier trimestre de l'année 2011 devrait se situer autour de 2,3%, au lieu de 2,5% prévu lors de l'exercice précédent. La prévision pour le second trimestre de la même année passe quant à elle de 2,2% à 2,3%, alors que la prévision pour le troisième trimestre a été revue à la hausse passant de 2,2% à 2,5% ; celle du quatrième trimestre devrait rester inchangée à 2%. Enfin, pour le premier trimestre de l'année 2012, l'inflation devrait s'établir à 2%.

Ces prévisions sont effectuées sur la base d'hypothèses considérées comme les plus probables. Cependant il existe plusieurs sources d'incertitudes, provenant aussi bien de l'évolution future des variables exogènes que des modèles utilisés pour la prévision, qui peuvent impacter à la hausse comme à la baisse le niveau d'inflation prévu. L'analyse de la balance des risques permet de dégager une fourchette de prévision symétrique, 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 est symétrique en raison des risques potentiels liés aux incertitudes entourant l'évolution future des crédits et des prix à l'import. La matérialisation 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.

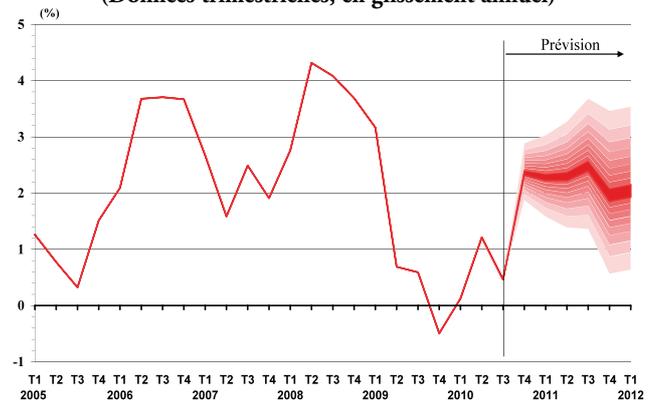
**Tableau 6.1 : Prévision de l'inflation pour 2010 T4 – 2012 T1**

	2010		2011			2012	Moyenne		HP*
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	2010	2011	
<b>Prévision centrale (%)</b>	2,4	2,3	2,3	2,5	2,0	2,0	1,0	2,3	2,2

(Données trimestrielles, en glissement annuel)

\*(HP) Horizon de prévision

**Graphique 6.1 : Projections de l'inflation 2010 T4 - 2012 T1**  
(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.

Dépôt légal : 2007/0033

**BANK AL-MAGRIB**

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

Tél. :(212) 5 37 70 66 45

Fax :(212) 5 37 20 67 68

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

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

بنك المغرب  
بنك المغرب