



◆ **RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE** ◆

N° 07 / 2008

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 17 juin 2008





Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 17 juin 2008

بنك المغرب

بنك المغرب
بنك المغرب

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

BAM	:	Bank Al-Maghrib
BCE	:	Banque Centrale Européenne
BTP	:	Bâtiment et Travaux Publics
CNSS	:	Caisse Nationale de Sécurité Sociale
FBCF	:	Formation Brute de Capital Fixe
FMI	:	Fond Monétaire International
HCP	:	Haut Commissariat au Plan
HP	:	Hodrick-Prescott
ICV	:	Indice du Coût de la Vie
IPPI	:	Indice des prix à la production industrielle
IMME	:	Industries Mécaniques, Métallurgiques, Electriques et Electroniques
INAC	:	Institut National d'Analyse et de Conjoncture
MASI	:	Morocco All Shares Index
NAIRU	:	Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment
OMPIC	:	Office Marocain de la Propriété Industrielle et Commerciale
OPCVM	:	Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières
PIB	:	Produit Intérieur Brut
PME	:	Petites et Moyennes Entreprises
SMIG	:	Salaire Minimum Interprofessionnel Garanti
TIC	:	Taxe Intérieure de Consommation
TMP	:	Taux Moyen Pondéré
TUC	:	Taux d'Utilisation des Capacités de production
TVA	:	Taxe sur la Valeur Ajoutée
VA	:	Valeur Ajoutée

SOMMAIRE

Liste des graphiques, des tableaux et des encadrés	5
Communiqué de presse	8
Aperçu général	10
1. Orientation de l'offre et de la demande globale	12
1.1 Production	12
1.2 Consommation	15
1.3 Investissement	15
1.4 Commerce extérieur	16
2. Pressions sur les capacités de production et marché du travail	18
2.1 Tensions sur les capacités de production	18
2.2 Tensions sur le marché du travail	19
3. Prix à l'importation	23
3.1 Inflation dans le monde	23
3.2 Prix du pétrole	23
3.3 Prix des matières premières	24
3.4 Indices des prix à l'import	25
4. Conditions monétaires et prix des actifs	28
4.1 Conditions monétaires	28
4.2 Prix des actifs	34
5. Evolution récente de l'inflation	37
5.1 Evolution de l'inflation	37
5.2 Biens et services	38
5.3 Biens échangeables et non échangeables	39
5.4 Indice des prix à la production industrielle	41
6. Perspectives de l'inflation	43
6.1 Hypothèses du Scénario de base	43
6.2 Prévision d'inflation et balance des risques	45

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1 : Evolution trimestrielle du produit intérieur brut global, agricole et non agricole.....	13
Graphique 1.2 : Evolution annuelle de la production céréalière et de la croissance réelle.....	13
Graphique 1.3 : Evolution de la pluviométrie recueillie du 1er septembre à fin mai	13
Graphique 1.4 : Evolution en glissement annuel de la valeur ajoutée de certaines branches d'activité.....	14
Graphique 1.5 : Evolution trimestrielle en glissement annuel de la consommation finale des ménages, des crédits à la consommation et des recettes de voyage.....	15
Graphique 1.6 : Evolution trimestrielle en glissement annuel de la formation brute de capital fixe, de la valeur ajoutée non agricole, et des crédits à l'équipement	16
Graphique 1.7 : Evolution en glissement annuel des importations et du PIB non agricole.....	17
Graphique 2.1 : Output gap global	18
Graphique 2.2 : Output gap non agricole.....	18
Graphique 2.3 : Output gap non agricole retardé et inflation sous-jacente.....	18
Graphique 2.4 : Taux d'utilisation de la capacité de production dans l'industrie	19
Graphique 2.5 : Productivité apparente du travail	19
Graphique 2.6 : Evolution du coût unitaire par composante	19
Graphique 2.7 : Taux de chômage urbain	20
Graphique 2.8 : SMIG trimestriel en termes nominal et réel	20
Graphique 2.9 : SMIG trimestriel en termes nominal et réel	21
Graphique 3.1 : Cours mondial du pétrole et prix à la pompe au Maroc	23
Graphique 3.2 : Prix du carburant à la pompe et prix du transport.....	24
Graphique 3.3 : Indice des prix des matières premières alimentaires et du blé.....	25
Graphique 3.4 : Indice des prix des matières premières hors énergie et métaux	25
Graphique 3.5 : Indice des Prix à l'Import hors énergie	26
Graphique 3.6 : Indice des Prix à l'import des produits alimentaire.....	26
Graphique 3.7 : Indice des Prix à l'Import des produits miniers	27
Graphique 4.1 : Evolution du taux interbancaire.....	28
Graphique 4.2 : Evolution de la structure par terme des taux d'intérêt sur le marché des valeurs du Trésor.....	28
Graphique E 4.1 : Evaluation de l'effet des facteurs de liquidité en millions de DH	29
Graphique E 4.2 : Position de liquidité (millions de DH) et taux moyen pondéré du marché monétaire interbancaire.....	29
Graphique E 4.3 : Intervention de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire	30
Graphique E 4.4 : Evolution de la position de liquidité et du TMP.....	30
Graphique 4.3 : Taux débiteurs	30
Graphique 4.4 : Taux débiteurs des crédits immobiliers.....	30
Graphique 4.5 : Croissance annuelle de M3 et sa tendance.....	31
Graphique 4.6 : Excédent monétaire	31

Graphique 4.7 : Evolution annuelle des composantes de M3.....	31
Graphique 4.8 : Evolution annuelle des dépôts à vue des agents non financiers	31
Graphique 4.9 : Evolution annuelle des placements à terme des agents non financiers.....	32
Graphique 4.10 : Croissance annuelle des dépôts à terme des agents non financiers et de l'agrégat PL2.....	32
Graphique 4.11 : Croissance annuelle du crédit bancaire et sa tendance	32
Graphique 4.12 : Structure des crédits par agent économique	32
Graphique 4.13 : Croissance annuelle des principales catégories du crédit bancaire	33
Graphique 4.14 : Evolution des facilités de trésorerie et PIB non agricole.....	33
Graphique 4.15 : Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets.....	33
Graphique 4.16 : Evolution trimestrielle des créances nettes sur l'Etat	34
Graphique 4.17 : Evolution annuelle des placements liquides.....	34
Graphique 4.18 : PL4 et Masi	34
Graphique 4.19 : Taux de change du dirham.....	34
Graphique 4.20 : Taux de change effectif	35
Graphique 4.21 : Indices boursiers	35
Graphique 4.22 : Capitalisation boursière / PIB.....	35
Graphique 5.1 : Inflation et inflation sous-jacente	37
Graphique 5.2 : Contributions des principales composantes glissement annuel de l'inflation.....	37
Graphique 5.3 : Prix relatifs des biens transformés et des services hors transport privé par rapport à l'inflation.....	38
Graphique 5.4 : Contributions des prix des biens et services à l'inflation.....	39
Graphique 5.5 : Ecart des taux d'inflation entre biens transformés et services hors transport privé.....	39
Graphique 5.6 : Evolution des indices échangeables et des non échangeables.....	39
Graphique 5.7 : Evolution des contributions des échangeables et non échangeables à l'inflation.....	39
Graphique 5.8 : Evolution des indices des prix à la production industrielle	41
Graphique 5.9 : Contribution des principales rubriques à l'indice des prix à la production manufacturière	41
Graphique 5.10 : Indice de l'industrie de raffinage et prix du Brent.....	41
Graphique 5.11 : Indices des prix à la production alimentaire et agricole et prix mondiaux	42
Graphique 5.12 : Indices des prix à la production des métaux et prix mondiaux.....	42
Graphique 6.1 : Prévision de l'inflation, 2008 T2 - 2009 T1	46

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1 : Evolution du PIB trimestriel aux prix chaînés de 1998 par grandes branches d'activité	12
Tableau 1.2 : Evolution de la balance commerciale entre janvier et avril	17
Tableau 2.1 : Indicateurs trimestriels d'activités et de chômage par milieu de résidence	20
Tableau E 2.5 : Impact cumulé de la hausse de 5% du SMIG sur le salaire moyen et l'inflation	22
Tableau 3.1 : Evolution récente de l'inflation dans le monde	23
Tableau 3.2 : Prévisions du prix actuel du pétrole (Brent) sur le marché des futures.....	24
Tableau 3.3 : Les prix de vente des produits Pétroliers sur le marché intérieur	24

Tableau 3.4 : Evolution des futures et des prévisions du blé par trimestre	25
Tableau 4.1 : Evolution des taux de rendement des bons du Trésor à court terme sur le marché primaire	28
Tableau 4.2 : Taux créditeurs	29
Tableau 4.3 : Ventilation des prêts immobiliers accordés aux agents non financiers.....	33
Tableau 4.4 : Valorisation du marché (PER)	35
Tableau 4.5 : Evolution des prix du mètre carré par ville entre 2003 et 2007	36
Tableau 5.1 : L'inflation et ses composantes	38
Tableau 5.2 : Indices des prix des biens et services	38
Tableau E 5.1 : Estimation de la persistance de l'inflation.....	40
Tableau 6.1 : Prévision centrale de l'inflation.....	45

LISTE DES ENCADRES

Encadré 2.1 : Impact d'une augmentation du SMIG sur le salaire moyen et l'inflation	22
Encadré 4.1 : Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire	29
Encadré 4.2 : Mesures annoncées au mois de mai 2008 conjointement par les départements des Finances et de l'Habitat pour réguler le marché de l'immobilier.....	36
Encadré 5.1 La persistance de l'inflation au Maroc	40

COMMUNIQUE DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu sa réunion trimestrielle le 17 juin 2008.
2. Le Conseil a analysé et approuvé le Rapport annuel sur la situation économique, monétaire et financière du pays, ainsi que sur les activités de la Banque relatif à l'exercice 2007, qui sera présenté à Sa Majesté le Roi.
3. Le Conseil a examiné l'évolution de la situation économique, monétaire et financière depuis sa réunion du 25 mars 2008, ainsi que les prévisions établies par les services de la Banque à l'horizon du premier trimestre 2009.
4. L'inflation en glissement annuel s'est établie à 3,7% en avril, après avoir atteint 3,2% en mars et 2,4% en février. L'inflation sous-jacente s'est maintenue pour sa part à un niveau élevé, soit 4,8% en avril, après 4,7% en mars. L'évolution récente des prix est tirée essentiellement par la tendance haussière des cours internationaux des produits alimentaires de base, qui commence également à se diffuser vers les autres biens et services. L'augmentation des prix à l'importation se transmet aussi aux prix à la production industrielle, dont l'indice a fortement augmenté en avril.
5. Dans l'hypothèse de la non matérialisation des principaux facteurs de risques, la prévision centrale de l'inflation à l'horizon du premier trimestre 2009 se situe en moyenne à 2,7%, soit un niveau supérieur à celle publiée lors du Rapport de politique monétaire de mars 2008 qui s'établissait à 2,2% en moyenne sur l'horizon de prévision. Au deuxième trimestre de l'année, la prévision centrale est de l'ordre de 3,4% en glissement annuel, essentiellement tirée par un rebond des prix alimentaires par rapport à la même période de l'année précédente, et se stabilise par la suite autour de 2,4% au cours des trois trimestres restants de l'horizon de prévision.
6. Les risques entourant la prévision centrale, liés à des facteurs externes et internes, continuent cependant d'être orientés à la hausse. Au plan externe, ils sont inhérents à l'évolution incertaine des prix des hydrocarbures et des produits de base. Au niveau interne, les principales sources d'incertitude sont liées à l'impact des prix mondiaux sur le système de compensation, notamment des produits pétroliers, à un effet plus marqué que prévu des hausses de revenus sur l'inflation et au rythme de croissance du crédit.
7. Dans cet environnement, le Conseil a décidé, tout en rehaussant son niveau de vigilance quant à l'évolution de l'inflation et des facteurs de risques au cours des prochains mois, de maintenir inchangé à 3,25% le taux directeur.

Rabat, le 17 juin 2008

بنك المغرب
بنك المغرب

APERÇU GENERAL

L'inflation en avril s'est établie à 3,7% en glissement annuel après 3,2% en mars et 2,4% en février. Pour sa part, l'inflation sous-jacente s'est maintenue à des niveaux élevés, soit 4,8% en avril après 4,7% en mars. L'évolution récente des prix est tirée essentiellement par la tendance haussière des cours internationaux des produits alimentaires de base. En effet, les prix à l'importation de la majorité de ces produits ont maintenu leur rythme de progression à la hausse, impactant ainsi l'inflation. L'augmentation des prix à l'importation se transmet également aux prix à la production industrielle, dont l'indice a fortement augmenté en avril, en particulier pour les industries chimiques, métallurgiques et agro-alimentaires.

Dans cet environnement, les prix des biens échangeables ont continué en avril à enregistrer des rythmes de hausse élevés, toutefois en ralentissement par rapport à mars, soit 3,6% contre 4,2%. Parallèlement, l'indice des prix des biens non échangeables s'est inscrit depuis mars sur un trend haussier, après une période de baisse continue entre septembre 2007 et février 2008. Cela tend à révéler l'existence de certains effets de diffusion entre ces deux catégories de biens, qui risquent en outre de s'accroître avec la revalorisation des salaires.

L'accélération prévue du rythme de progression de l'activité économique nationale se confirme, sous l'effet notamment du rebond de la production agricole, de la consommation des ménages et de la consolidation du dynamisme de l'investissement. Les dernières estimations situent la production céréalière à environ 50 millions de quintaux, un niveau inférieur à celui d'une campagne moyenne. Les estimations de l'output gap montrent que la production devrait en conséquence s'établir à un niveau supérieur à son potentiel à partir du deuxième trimestre 2008. Pour sa part, l'output gap non agricole afficherait des valeurs positives au cours du premier semestre, avec une légère hausse par rapport au niveau enregistré au cours de la même période de l'année 2007. Globalement, l'analyse de ces facteurs de risque sur les prix laisse entrevoir une pression modérée.

Par ailleurs, l'analyse monétaire montre une évolution dynamique de la demande de crédits, essentiellement, au niveau des crédits à la consommation, à l'équipement et à l'immobilier. L'agrégat M3 a progressé, en glissement annuel, de 13,4% en avril, après 14,1% au premier trimestre 2008 et 15,1% au quatrième trimestre 2007. Parallèlement, l'analyse de la structure du crédit bancaire par agent économique révèle une allocation accrue en faveur du crédit aux entreprises, qui aura tendance à renforcer l'offre et les capacités de production de l'économie.

La récente décision d'augmenter le SMIG en juillet 2008 et 2009 aura un effet significatif et durable sur les salaires moyens et sur l'inflation. Selon nos estimations, l'impact d'un relèvement de 5% du SMIG sur l'inflation est d'environ 1 point de pourcentage après quatre trimestres et d'environ 1,1 point après huit trimestres.

Sous l'hypothèse de non matérialisation des principaux facteurs de risques identifiés, et en comparaison avec les prévisions publiées lors du Rapport de politique monétaire de mars 2008, la prévision centrale, pour l'ensemble de l'année 2008, se situe à un niveau sensiblement supérieur, passant en moyenne de 2,2% à 2,7%. L'inflation devrait rebondir à 3,4% au terme du deuxième trimestre de l'année en cours, suivie d'une stabilisation autour de 2,4% à partir du troisième trimestre 2008 et ceci sur les trois trimestres restants de l'horizon de prévision. Sur cette période, la prévision se situe autour de 2,7%. Les prévisions de l'inflation sous jacente pour 2008 font également ressortir une tendance haussière, soit 3,6% au lieu de 1,7% un an auparavant. Les tensions inflationnistes pesant sur l'évolution des prix pourraient légèrement s'atténuer à partir du troisième trimestre. En effet, les analyses et données disponibles laissent entrevoir une atténuation des tensions sur les prix mondiaux des produits alimentaires de base au cours du deuxième semestre.

La balance de risques continue d'être orientée à la hausse comme le montre le Fan Chart des prévisions de l'inflation. Les pressions potentielles sur l'inflation sont liées à des facteurs externes et internes, dont certains se sont déjà matérialisés comme anticipé dans le dernier Rapport de politique monétaire. Au plan externe, il s'agit de l'amplitude de la hausse des prix des hydrocarbures et des produits de base. Au niveau interne, les principales sources d'incertitude sont liées à l'impact du renchérissement des prix mondiaux sur la soutenabilité budgétaire du système de compensation, notamment des produits pétroliers, à un effet plus marqué que prévu des hausses de salaires sur l'inflation et au rythme de croissance du crédit.

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

Dans un contexte international caractérisé par un ralentissement des économies de nos partenaires affectant particulièrement le développement du secteur touristique et les performances des exportations, l'économie marocaine devrait croître respectivement de 6,4% et de 6% au premier et au deuxième trimestre 2008. La croissance serait positivement impactée par l'amélioration des performances du secteur agricole, la consolidation de la croissance des activités non agricoles, et par la vigueur de la consommation et de l'investissement. En revanche, la contribution du commerce extérieur à la croissance demeure négative, le taux de couverture, à fin avril, est revenu en un an de 53% à près de 49%.

1.1 Production

Dans un contexte marqué par le ralentissement de la croissance européenne, l'activité économique aurait enregistré au cours du premier trimestre 2008 une croissance de 6,4%, en liaison principalement, avec la reprise de la production du secteur agricole et la poursuite du dynamisme des activités non agricoles.

La campagne agricole 2007-2008 a bénéficié de conditions climatiques relativement favorables, caractérisées notamment par une bonne pluviométrie, bien qu'inférieure au niveau moyen enregistré lors des cinq dernières campagnes. Néanmoins, la répartition temporelle adéquate des pluies au cours de cette campagne a largement contribué à atténuer l'impact négatif de l'effet conjugué du déficit hydrique et de l'apparition de la vague de chaleur au début d'avril 2008.

Dans ces conditions, les rendements et les superficies des céréales d'automne apparaissent en baisse respectivement de près de 18% et de 2% par rapport aux réalisations des cinq dernières campagnes. De ce fait, la production céréalière, estimée à 50 millions de quintaux, a plus que doublé par rapport à la campagne précédente, mais demeure légèrement inférieure à une campagne moyenne.

Par ailleurs, l'état végétatif des légumineuses, des cultures fourragères et de celles de printemps est globalement satisfaisant et la production des cultures industrielles, des produits maraîchers ainsi que de l'arboriculture fruitière apparaît en hausse par rapport à celle de la campagne précédente. S'agissant du secteur de l'élevage, les pluies printanières ont largement participé à améliorer l'état du couvert végétal des parcours et, par conséquent, à permettre la reconstitution du cheptel, à la faveur de la disponibilité de l'alimentation de bétail.

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

Branches (*)	2007				2008	
	TI	TII	TIII	TIV	TI(P)	TII(P)
Agriculture	-18,0	-20,9	-17,5	-19,4	10,0	9,5
VA non agricole	4,7	5,5	5,7	6,0	5,5	5,2
Pêche	-5,0	6,7	-4,6	2,6	3,8	3,5
Industrie d'extraction	5,3	6,9	2,0	-4,0	-1,5	-1,2
Industrie (hors raffinage de pétrole)	4,1	4,7	3,9	4,7	4,4	4,0
Raffinage de pétrole et autres produits d'énergie	-11,6	2,9	4,3	-1,6	2,0	-4,0
Electricité et eau	6,2	3,9	7,7	-0,3	2,7	2,3
Bâtiment et travaux publics	9,3	12,0	9,8	8,0	8,2	7,0
Commerce	4,3	4,8	5,3	6,0	5,2	5,3
Hôtels et restaurants	8,1	3,0	5,8	4,3	5,3	4,0
Transports	4,4	4,1	4,0	6,9	6,4	5,3
Postes et télécommunications	6,5	9,5	12,2	14,4	12,4	11,5
Activités financières et assurances	13,0	13,9	14,1	18,6	13,3	13,0
Services rendus aux entreprises et services personnels	5,3	5,8	6,4	7,4	5,6	5,7
Administration publique générale et sécurité sociale	2,5	3,3	3,7	4,9	4,1	4,1
Education, santé et action sociale	3,8	4,4	4,4	4,9	4,4	4,5
Impôts sur les produits nets des subventions	10,5	10,8	6,7	8,6	7,8	7,0
Produit intérieur brut	1,9	1,7	2,1	2,1	6,4	6,0

(*) Les comptes de la nation trimestriels sont désormais établis selon le nouveau système de comptabilité nationale de 1993 aux prix chaînés, base 1998

Sources : HCP et prévisions de BAM

De même, les captures de la pêche côtière au terme des quatre premiers mois de 2008 ont progressé de plus de trois cinquième, consécutivement aux efforts engagés dans le cadre du programme d'aménagement du littoral et de modernisation de la pêche côtière. En outre, la mise à niveau des industries de transformation des produits de la pêche et l'extension du réseau de distribution et de commercialisation de ces produits aura un impact positif sur la valorisation des potentialités du secteur.

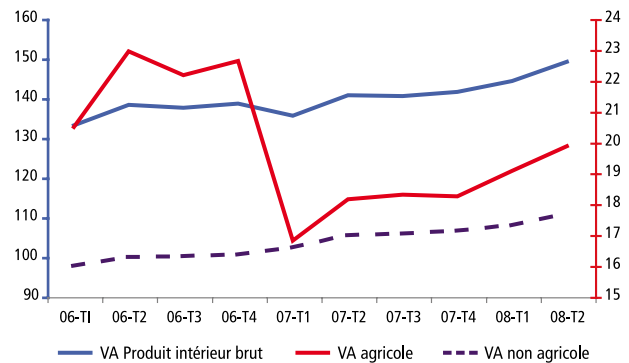
Pour sa part, la valeur ajoutée des activités non agricoles devrait se consolider et progresser de 5,2% au cours du deuxième trimestre 2008, après 5,6% au premier trimestre.

La valeur ajoutée des activités extractives baisserait respectivement de 1,5% et de 1,2% au terme du premier et du deuxième trimestre 2008. De même, les quantités exportées de phosphates et dérivés, à fin avril, ont diminué de 6,9%, alors que leur valeur a plus que doublé.

Au niveau des activités énergétiques, la production d'électricité s'est accrue de 7,6%, à fin mars, à la faveur de l'augmentation de près de 9% de la production thermique. Parallèlement, la valeur ajoutée de la branche « raffinage et autres produits d'énergies » devrait s'apprécier de 2% au cours du premier trimestre 2008, suite à une augmentation de 6,7% de la production de raffinage. En revanche, la valeur ajoutée du secteur baisserait de 4% au deuxième trimestre, en raison de la régression de 15,3% en avril de la production de l'activité de raffinage.

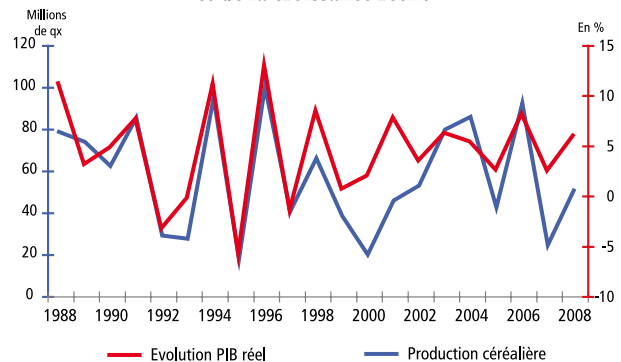
L'activité industrielle hors raffinage de pétrole devrait maintenir son rythme observé durant les cinq derniers trimestres, pour évoluer autour de 4% au deuxième trimestre 2008. Cette évolution est attribuable à la bonne orientation des secteurs de l'industrie agroalimentaire, en liaison avec les bonnes perspectives de croissance des activités agricoles, de l'industrie mécanique, métallurgique et électrique et du secteur « textile et cuir ». Parallèlement, le volume des exportations des biens finis d'équipement a augmenté de 19,6% au premier trimestre 2008. De même, les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie, du mois d'avril 2008, font ressortir

Graphique 1.1 : Evolution trimestrielle du produit intérieur brut global, agricole et non agricole, en milliards de dirhams



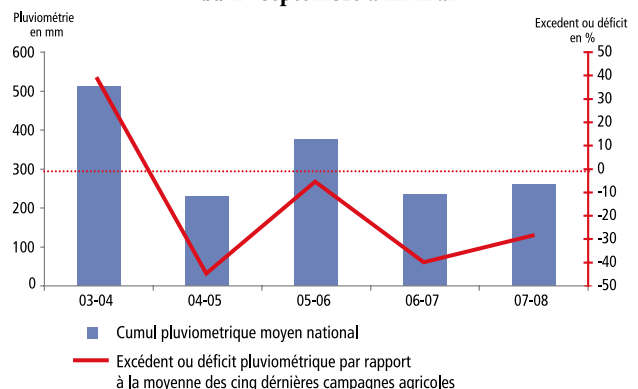
Sources : HCP et prévisions de BAM

Graphique 1.2 : Evolution annuelle de la production céréalière et de la croissance réelle



Sources : Ministère de l'agriculture et de la pêche maritime, HCP

Graphique 1.3 : Evolution de la pluviométrie recueillie du 1^{er} septembre à fin mai



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

une amélioration des ventes et des commandes globales ainsi, qu'une appréciation du niveau des prix. En outre, hors raffinage, le taux d'utilisation des capacités de production se maintient autour de sa tendance de début 2008.

Concernant l'activité du BTP, bien qu'elle demeure soutenue par la vigueur de la demande en logements neufs, sa valeur ajoutée connaîtrait un léger ralentissement pour évoluer de 7% au deuxième trimestre 2008. Dans ce contexte, les ventes de ciments continuent d'évoluer à un rythme soutenu, 17,3% en avril contre 36,7% en janvier 2008. Par ailleurs, les crédits à l'immobilier ont augmenté, en glissement annuel, de 42,7% à fin avril 2008.

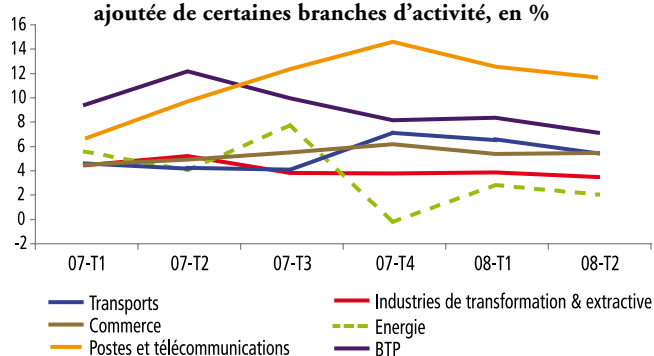
Pour sa part, l'augmentation de la valeur ajoutée relative à la branche « hôtels et restaurants » devrait se situer à 4% au deuxième trimestre 2008, contre 5,3% au premier trimestre. La progression de 14,3% du flux touristique s'est accompagnée d'une réduction de 3,5% et de 4% respectivement des recettes de voyages et des nuitées enregistrées au niveau des hôtels classés.

La valeur ajoutée du secteur du transport augmenterait de 5,3% au deuxième trimestre, après avoir progressé de 6,4% à fin mars 2008, en liaison notamment avec l'augmentation de 13,7% du trafic aérien des passagers.

Le secteur des postes et télécommunications afficherait une croissance soutenue, estimée à près de 12% au deuxième trimestre 2008, grâce à la vitalité des marchés de la téléphonie fixe et mobile, ainsi que de l'internet, dont l'effectif des abonnés s'est accru, au premier trimestre, respectivement de 68%, de 20% et de 34%.

Au total, la croissance économique devrait atteindre 6% au deuxième trimestre 2008, à la faveur du rebond de l'activité agricole et de la bonne orientation des secteurs secondaire et tertiaire.

Graphique 1.4 : Evolution en glissement annuel de la valeur ajoutée de certaines branches d'activité, en %



Sources : HCP et prévisions de BAM

1.2 Consommation

Stimulée par la reprise de la croissance nationale, la consommation finale nationale devrait progresser à un rythme soutenu au cours de l'année 2008.

En effet, la consommation des ménages serait tirée par l'augmentation, à fin avril 2008, de 3,6% des transferts des marocains résidant à l'étranger, et par l'expansion de 41% des crédits à la consommation. Dans le même sillage, la progression de 16,1% des importations en produits finis de consommation, à fin avril, et la hausse de 17,5% des achats de voitures neuves, à fin février, corroborent la bonne orientation de la consommation des ménages.

De plus, la consommation des ménages ruraux a bénéficié de l'amélioration des revenus, consécutivement à la reprise des activités agricoles et à l'augmentation de 7% de la part de l'emploi rémunéré.

Toutefois, le repli des recettes de voyages depuis le début de l'année, devrait entraîner la décélération du rythme d'évolution de la consommation des ménages non résidents.

Pour sa part, la consommation des administrations publiques a été marquée par un renforcement, à fin avril, de 8,9% des dépenses de fonctionnement, tirées par une augmentation respective de 11% des dépenses de personnel et de 5,8% des autres dépenses de biens et services.

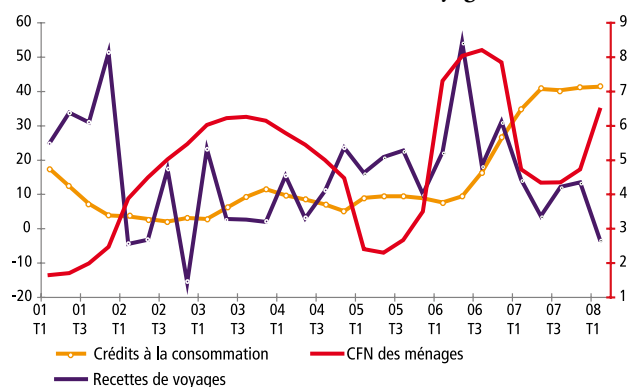
En définitive, la consommation finale nationale s'accroîtrait en 2008 de 9%, sous l'effet d'une progression de 8,5% de la consommation finale des ménages et d'une augmentation de 10,3% de la consommation des administrations publiques.

1.3 Investissement

En 2008, la formation brute de capital fixe progresserait de 12,8% portant ainsi, le taux d'investissement brut à 33,8% du PIB.

En cohérence, les importations de produits finis d'équipement, chiffrées à 21,4 milliards de dirhams, ont augmenté de 11,7% au terme des

Graphique 1.5 : Evolution trimestrielle en glissement annuel de la consommation finale des ménages, des crédits à la consommation et des recettes de voyage, en %



Sources : HCP, Office des changes et calculs de BAM

quatre premiers mois de cette année, soit plus d'un cinquième du total des importations. De même, les crédits à l'équipement se sont accrus, en glissement annuel au cours de cette période, de 35,7%.

Pour leur part, les recettes des investissements et prêts privés étrangers se sont élevées à 11,7 milliards de dirhams, à fin avril, soit une augmentation en glissement annuel de 10,2% et une expansion de 68,9% par rapport à la moyenne des recettes de la même période des cinq dernières années. Dans ce total, les investissements directs étrangers ont progressé de 39,8% pour atteindre 9,7 milliards de dirhams.

Les pronostics des chefs d'entreprises, établis sur la base des résultats de l'enquête de conjoncture dans l'industrie de Bank Al-Maghrib, relatifs au mois d'avril 2008, laissent entrevoir une amélioration du climat des affaires. Cela se retrouve également au niveau de l'octroi des certificats négatifs qui sont en hausse de 5% à fin mars 2008, relativement au même mois de l'année dernière. Globalement, ces intentions de créations ont concerné les secteurs des services, du commerce et du BTP, à hauteur respectivement de 51%, 23% et 14%.

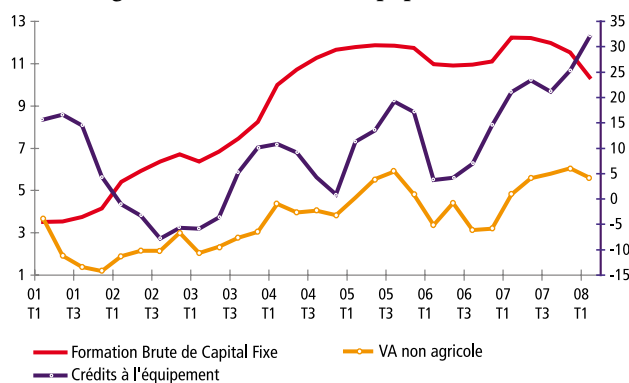
Par ailleurs, les dépenses d'investissement du Trésor ont totalisé, à fin avril 2008, près de 15,5 milliards de dirhams, soit une augmentation de 67,6% par rapport à 2007.

1.4 Commerce extérieur

Au terme des quatre premiers mois de 2008, la balance commerciale a dégagé un déficit en aggravation de 40,5% en glissement annuel. Cette évolution s'explique par un accroissement des importations (+29,3%) à un rythme plus rapide que celui des exportations (+19,4%).

La hausse des exportations est due essentiellement à l'expansion des ventes de phosphates et dérivés qui ont plus que doublé en glissement annuel. Les ventes de ces produits ont bénéficié du doublement de leurs prix moyens à l'exportation, les quantités ayant néanmoins reculé. Quant aux autres exportations, elles ont enregistré une hausse limitée à 1,8%, attribuable surtout à l'augmentation des exportations de crustacés,

Graphique 1.6 : Evolution trimestrielle en glissement annuel de la formation brute de capital fixe, de la valeur ajoutée non agricole, et des crédits à l'équipement, en %



Sources : HCP et calculs de BAM

mollusques et coquillages, de poissons en conserves et d'agrumes. L'accroissement des ventes à l'étranger a, cependant, été atténué par la régression des exportations de vêtements confectionnés, d'articles de bonneterie et de produits agricoles frais.

L'expansion des importations est imputable principalement à l'augmentation des achats de biens alimentaires et de produits énergétiques. Cette évolution s'explique notamment par l'accroissement des importations de blé dont les achats ont pratiquement quadruplé. De même, les achats de demi-produits et de biens d'équipement ont enregistré un accroissement sensible, reflétant le dynamisme du secteur des industries de transformation et l'effort d'investissement tant public que privé. Les importations de biens de consommation ont également progressé, consécutivement à l'augmentation des acquisitions de voitures de tourisme, de médicaments et de pièces détachées. Quant à la facture énergétique, elle a été tirée par le renchérissement des produits pétroliers suite à l'envolée des prix à l'échelle internationale (voir Section 3.2).

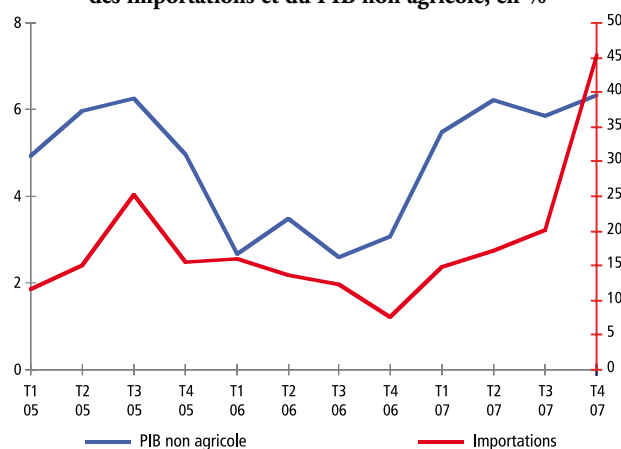
Les prévisions de la croissance économique de la zone euro, notre principal partenaire commercial, restent orientées à la baisse au deuxième trimestre de 2008, ce qui pourrait entraîner une baisse des exportations hors phosphates et dérivés du Maroc. En parallèle, le coût des importations risque de s'alourdir au cours des prochains mois, sous l'effet de la flambée des cours des produits de base (voir section 3.3).

Tableau 1.2 : Evolution de la balance commerciale entre janvier et avril, en glissement annuel

(En millions de dirhams)	J-A 2007	J-A 2008	Variations	
			Montant	%
Exportations globales	40 785	48 693	+7 908	+19,4
Exportations de phosphates et dérivés	6 210	13 499	+7 289	+117,4
Exportations hors phosphates et dérivés	34 575	35 194	+ 619	+1,8
Vêtements confectionnés	6 713	6 483	-230	-3,4
Articles de bonneterie	2 506	2 311	-195	-7,8
Agurmes	1 192	1 514	+322	+27,0
Produits de la pêche	4 116	4 789	+673	+16,4
Importations globales	76 981	99 537	+22 556	+29,3
Importations de produits énergétiques	13 823	20 625	+6 802	+49,2
Blé	1 555	6 040	+4 485	+288,4
Biens d'équipements	19 197	21 444	+2 247	+11,7
Biens de consommation	14 236	16 534	+2 298	+16,1
Déficit commercial	- 36 196	- 50 844	+11 816	+40,5

Source : Office des changes

Graphique 1.7 : Evolution en glissement annuel des importations et du PIB non agricole, en %



Sources : HCP, Office des changes

2. PRESSIONS SUR LES CAPACITES DE PRODUCTION ET MARCHE DU TRAVAIL

L'accroissement des coûts des facteurs de production continue d'être alimenté par la poursuite du renchérissement des matières premières. Sur la base des prévisions des premier et deuxième trimestres 2008, l'output gap non agricole devrait afficher des valeurs positives, avec une légère hausse par rapport au niveau enregistré au cours de la même période de l'année 2007. Pour sa part, le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur industriel, hors raffinage, est resté autour de sa tendance depuis le début de l'année 2008. Quant aux indicateurs disponibles sur les salaires, ils signalent une hausse en termes réels des salaires privés au cours du premier trimestre de 2008. Dans l'ensemble, l'analyse de ces facteurs de risque sur les prix laisse entrevoir une pression modérée à la hausse, qui sera accentuée graduellement par l'augmentation prévue du SMIG à partir de juillet 2008 et les effets de diffusion vers les autres catégories de salaires qui pourraient en résulter.

2.1 Tensions sur les capacités de production

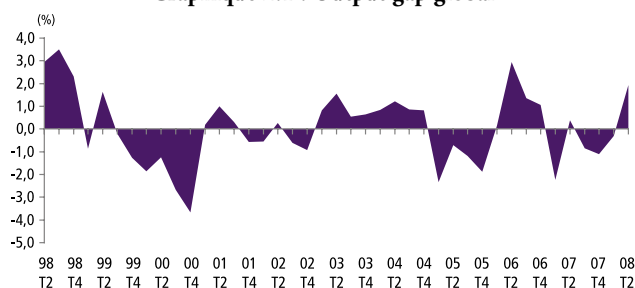
Les effets de la mauvaise campagne agricole de 2007 se sont manifestés sur la croissance, l'output gap global ayant affiché des valeurs négatives au cours de l'année 2007. Pour sa part, l'output gap non agricole a été quasiment nul pendant le deuxième trimestre 2007.

Selon les dernières prévisions de Bank Al-Maghrib, la croissance connaîtrait un redressement pendant le deuxième trimestre 2008 par rapport à l'année dernière, sous l'effet du rebond agricole et de la poursuite d'une croissance soutenue des secteurs non agricoles. Dans ces conditions, l'output gap global sera positif à partir du deuxième trimestre 2008 et l'output gap non agricole enregistrera des valeurs positives pendant le premier semestre 2008 avec une accélération au deuxième trimestre.

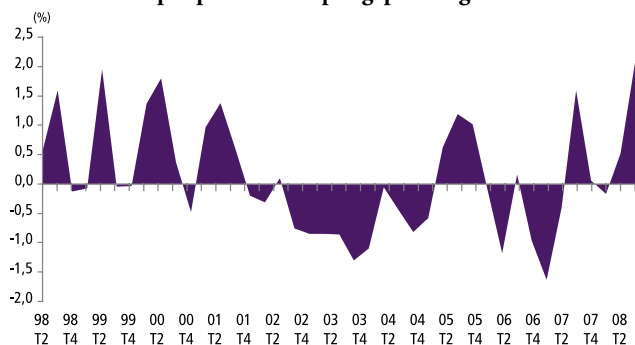
Etant donné l'effet retardé de l'output gap non agricole sur l'inflation, les pressions de la demande sur les prix devraient se manifester à partir du deuxième semestre de l'année 2008.

Au regard des données de l'enquête de Bank Al-Maghrib dans l'industrie relatives au mois d'avril 2008, le taux d'utilisation des capacités de production a maintenu sa tendance baissière pour se situer autour de 72%, en liaison essentiellement avec la baisse de la production de l'activité du raffinage. Hors raffinage, ce taux est resté autour de sa tendance depuis le début de l'année. Sur le plan sectoriel, le taux d'utilisation des capacités de production s'est inscrit en baisse d'un point de pourcentage, par rapport au mois précédent, dans les industries électriques et électroniques,

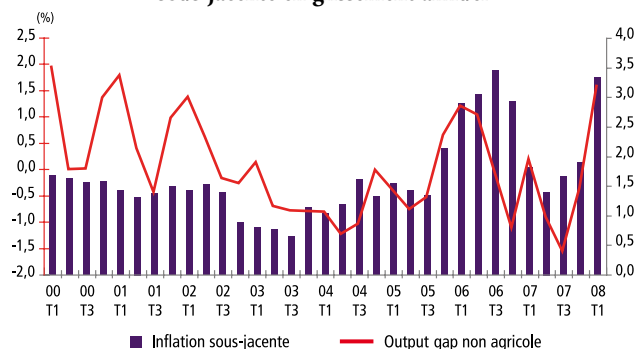
Graphique 2.1 : Output gap global



Graphique 2.2 : Output gap non agricole



Graphique 2.3 : Output gap non agricole retardé et inflation sous-jacente en glissement annuel



ainsi que dans les industries du textile et du cuir pour s'établir, respectivement, à 78% et 66%. Quant aux industries chimiques et parachimiques, le TUC s'est situé à 73%, en baisse de 7 points de pourcentage.

Pour sa part, la productivité apparente du travail¹ dans les activités non agricoles a accusé une baisse au premier trimestre de l'année 2008, attribuable à la hausse de l'emploi urbain qui a été plus rapide que celle du PIB non agricole².

Selon les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib dans l'industrie, les coûts des matières premières, autres que l'énergie, ont augmenté au cours du premier trimestre 2008, avec un solde d'opinion positif de 67%, suivis par les coûts salariaux, les coûts énergétiques et enfin les coûts financiers. Au niveau sectoriel, les coûts des matières premières ont constitué la principale source de la progression du coût unitaire de production dans l'ensemble des secteurs, particulièrement, dans les industries agroalimentaires, les industries chimiques et para-chimiques et les industries électriques et électroniques.

2.2 Tensions sur le marché du travail

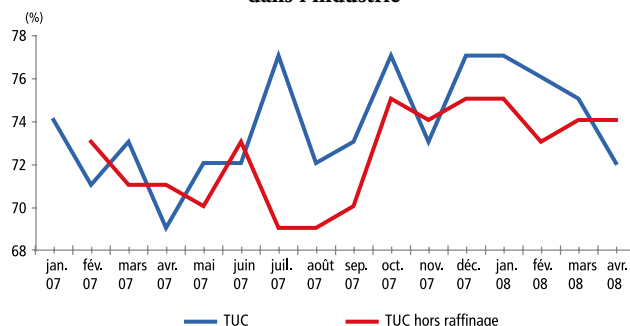
Au premier trimestre 2008, la population active a atteint environ 11,3 millions de personnes, en légère hausse par rapport à la même période de l'année 2007, recouvrant des augmentations aussi bien dans le milieu urbain que rural, (2,8% et 3,1%, respectivement). Cette évolution de la population active s'est traduite par un recul du taux d'activité de près de 1 point pour se situer à 51% en glissement annuel.

Au niveau de l'emploi, la population active occupée a progressé de 0,7% pour se situer à environ 10,2 millions d'individus au premier trimestre 2008. Le nombre de postes nets créés a atteint 74.000 postes, résultant de la création de 134.000 postes en zones urbaines et de la perte de 60.000 postes en zones rurales, et a concerné essentiellement les secteurs du BTP, de l'industrie et des services. Ce

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

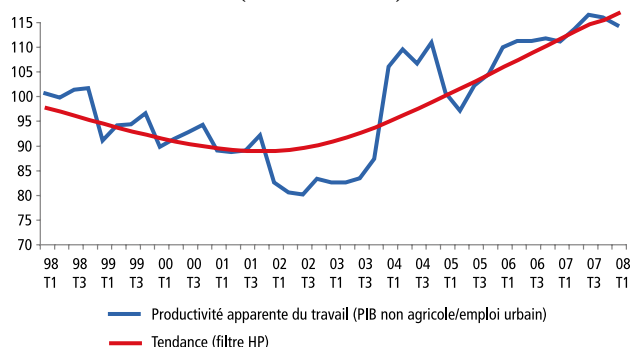
² Estimation de BAM pour le PIB non agricole du premier trimestre 2008.

Graphique 2.4 : Taux d'utilisation de la capacité de production dans l'industrie



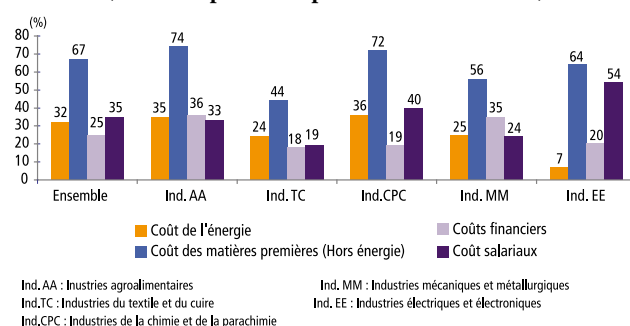
Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

Graphique 2.5 : Productivité apparente du travail (Base 100=1998)



Sources : HCP et estimations BAM

Graphique 2.6 : Evolution du coût unitaire par composante (soldes d'opinion au premier trimestre 2008)



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

constat est confirmé par les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib dans l'industrie qui révèlent une augmentation des effectifs employés, d'un trimestre à l'autre, dans les industries de la chimie et de la parachimie, les industries mécaniques et métallurgiques et les industries électriques et électroniques. Cette évolution est appelée à se poursuivre durant le prochain trimestre d'après les chefs d'entreprise enquêtés.

Dans ces conditions, le taux de chômage au niveau national s'est situé à 9,6% au lieu de 10,1% un an auparavant. Cette diminution est essentiellement attribuable à celle du taux de chômage urbain en liaison avec la consolidation de la croissance des activités non agricoles. En ce qui concerne les perspectives, les précipitations enregistrées au début de la saison agricole 2007/2008 devraient dynamiser le secteur primaire et les activités qui lui sont associées, ce qui devrait stimuler la création d'emplois à partir du deuxième trimestre 2008.

L'indice des salaires moyens trimestriels¹ calculé par le HCP sur la base des données de la CNSS et en se référant au salaire moyen de l'année 2004, a enregistré une hausse de 2,5% en glissement annuel contre une baisse de 1,3% par rapport au trimestre précédent. En termes réels, cet indice s'est accru de 1% au lieu d'une baisse de 3,5% le trimestre précédent. Cette hausse est corroborée par les résultats de l'enquête de BAM qui indiquent une augmentation des coûts salariaux au cours du premier trimestre 2008, avec un solde d'opinion de 35%, en hausse de 12 points, en particulier pour les industries électriques et électroniques.

Pour sa part, le SMIG est resté stable en nominal et s'est légèrement déprécié en termes réels. Le gouvernement a proposé lors de ses négociations avec les syndicats une augmentation du SMIG de 10% étalée sur 2 ans et qui devra prendre effet à partir du premier juillet 2008.

Sur la base de nouveaux modèles développés par la Banque, cette revalorisation se traduirait par un effet de diffusion vers les autres catégories de salaires et impacterait l'inflation à la hausse à

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

En millions	T1 - 2007			T1 - 2008		
	Urbain	Rural	Ens.	Urbain	Rural	Ens.
Population active et emploi						
Population active ⁽²⁾	5,8	5,4	11,25	5,88	5,39	11,27
Taux d'activité (en%)	45,8	60,5	51,9	45,2	59,2	51
Population active occupée	4,88	5,23	10,12	5,02	5,17	10,19
Taux d'emploi (en%) ⁽³⁾	38,6	58,1	46,7	38,6	56,8	46,1
Chômage						
Population active en Chômage	0,92	0,21	1,13	0,86	0,21	1,07
Taux de chômage (en%)	15,9	3,9	10,1	14,7	4	9,6
Selon le diplôme						
. Sans diplôme	9,7	2,6	5,2	8,3	2,5	4,7
. Ayant un diplôme	21,5	12,5	19,7	20,4	12,8	18,9

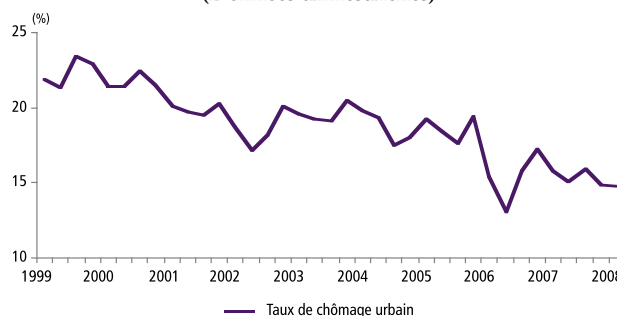
(1) Données redressées selon les nouvelles projections de la population

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

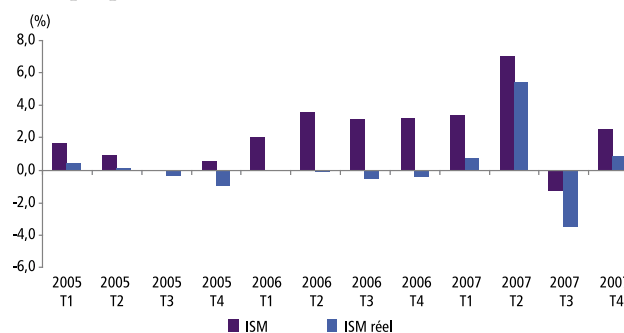
(3) Population active occupée / population totale âgée de 15 ans et plus

Source : HCP

Graphique 2.7 : Taux de chômage urbain (Données trimestrielles)



Graphique 2.8 : SMIG trimestriel en termes nominal et réel

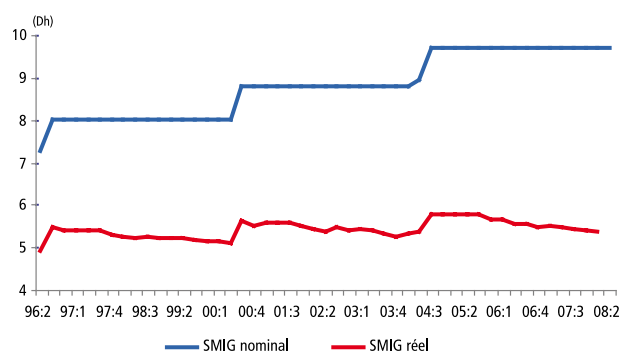


Sources : HCP et estimations BAM

¹ L'indice des salaires moyens trimestriels doit être interprété avec précaution, étant donné qu'il s'agit plutôt d'un salaire moyen qu'un indice et qu'il ne couvre qu'une fraction de la force de travail occupée. De plus, la fréquence et l'ampleur des révisions peuvent introduire des biais dans l'analyse.

partir du quatrième trimestre 2008 (Voir Encadré 2.1). L'impact cumulé de la revalorisation du SMIG sur le salaire moyen est évalué à 4,6 points de pourcentage, en moyenne, après quatre trimestres et à environ 6 points après huit trimestres. Cette hausse du salaire moyen devrait se transmettre, par la suite, à l'inflation, avec un impact cumulé moyen de l'ordre de 1 point après quatre trimestres et d'environ 1,1 point après huit trimestres, la dissipation de cet effet sur l'inflation devant avoir lieu après un délai moyen de huit trimestres.

Graphique 2.9 : SMIG trimestriel en termes nominal et réel



Source : Ministère de l'emploi

Encadré 2.1 : Impact d'une augmentation du SMIG sur le salaire moyen et l'inflation

Bank Al-Maghrib a, dans le cadre des ses travaux visant à approfondir ses analyses, tenté d'approcher les effets d'une augmentation du salaire minimum sur les salaires moyens et l'inflation. Pour cela, plusieurs modèles économétriques ont été développés afin de quantifier les effets de diffusion de la hausse du SMIG sur le salaire moyen calculé sur la base des données de la CNSS, indicateur qui est un bon proxy des salaires dans le secteur formel privé, ainsi que pour évaluer les impacts sur l'inflation. Les approches utilisées sont : un modèle à équations simultanées, une boucle Prix-Salaires sur la base d'un modèle à correction d'erreur et un modèle VAR-X.

D'un point de vue théorique, la relation entre les salaires et l'inflation, souvent appelée boucle Prix-Salaires, suppose qu'une augmentation des salaires, considérée comme une augmentation du coût de production, est répercutée sur les prix à la consommation, toutes choses étant égales par ailleurs. Cette hausse des prix affectant le pouvoir d'achat des ménages les conduira à revendiquer de nouvelles revalorisations salariales dont la concrétisation est aussi conditionnée par le niveau du chômage. En effet, plus le chômage est bas et plus la probabilité de satisfaction de la demande d'augmentation des salaires est grande. Cette hausse des salaires affectera à son tour les prix, et ainsi de suite. Ces effets de transmission peuvent toutefois être partiellement impactés par une réduction compensatoire au niveau des autres coûts de production, notamment les prix des intrants, les tarifs d'électricité et d'énergie, le taux de profit, les taxes et droits de douane, etc.

On notera que la matérialisation de la spirale Prix-Salaires peut varier selon les secteurs, les prix des biens non-échangeables étant plus affectés par la hausse des salaires compte tenu d'une productivité du travail généralement limitée dans ces secteurs. Pour les prix des biens échangeables, il existe une contrainte de structure de marché, la concurrence accrue pourrait pousser les producteurs à réduire leurs marges de profit afin de préserver leurs parts de marché et donc leur compétitivité-coût. L'existence d'un marché de travail informel important peut aussi permettre aux entreprises de disposer d'une force de travail acceptant de travailler à des salaires inférieurs au SMIG. Ces différents éléments pourraient ainsi moduler l'impact des revalorisations salariales sur les prix.

Pour le Maroc, les résultats des simulations des modèles tendent à indiquer que le salaire minimum affecte le salaire moyen et l'inflation. Sur la base des modèles et des données disponibles, les estimations font en effet ressortir que l'impact cumulé sur le salaire moyen d'une hausse de 5% du SMIG (au trimestre T0) varie entre 2,32 points de pourcentage et 5,98 après quatre trimestres et, entre 3,04 et 8,32 points après huit trimestres. L'impact sur les salaires moyens se dissipe après un délai qui peut aller de 8 à 13 trimestres. La diffusion de la hausse de 5% du SMIG vers le salaire moyen devrait générer, à son tour, un effet cumulé sur l'inflation allant de 0,5 point à 1,23 point après quatre trimestres et de 0,8 à 1,33 point après huit trimestres, cet impact se dissipant graduellement après un délai moyen de 8 trimestres.

Tableau E 2.5 : Impact cumulé de la hausse de 5% du SMIG sur le salaire moyen et l'inflation (en points de %)

Modèles	Impact après 1 trimestre		Impact cumulé après 4 trimestres		Impact cumulé après 8 trimestres		Délai de dissipation du choc en trimestres	
	Salaire	Inflation	Salaire	Inflation	Salaire	Inflation	Salaire	Inflation
Equations simultanées	1.88%	0.28%	5.46%	1.23%	8.32%	1.33%	13	8
Correction d'erreur	1.28%	0.14%	5.98%	1.21%	6.51%	1.25%	8	8
VAR-X	0.48%	0.00%	2.32%	0.55%	3.04%	0.82%	9	8
Moyenne	1,21%	0,14%	4,59%	1,00%	5,96%	1,13%	10	8

3. PRIX A L'IMPORTATION

Dans un climat d'incertitudes lié au ralentissement économique et à l'envolée des prix mondiaux des matières premières et des produits agricoles, l'inflation dans les principaux pays industrialisés s'est accélérée à fin avril 2008 en glissement annuel. Au Maroc, l'indice des prix à l'importation hors énergie, en progression en 2007, a maintenu la même tendance au premier trimestre de l'année 2008, sous l'effet de la flambée des cours des produits agricoles. S'agissant des produits pétroliers, leurs prix à l'importation ont continué d'augmenter, en relation avec le raffermissement de la demande mondiale, les craintes de pénurie de l'offre, la faiblesse du dollar et la persistance de tensions géopolitiques. Si l'effet inflationniste au Maroc a continué d'être en partie atténué par l'intervention de la caisse de compensation, ces facteurs devraient continuer à exercer des pressions significatives sur l'inflation au cours des prochains trimestres.

3.1 Inflation dans le monde

Dans un contexte de ralentissement économique et de diffusion de la crise financière à l'échelle internationale, l'inflation dans la plupart des pays industrialisés a connu une accélération à fin avril 2008, au regard du même mois de l'exercice précédent. Cette évolution résulte d'une part, de l'envolée des prix mondiaux de l'énergie, en particulier ceux du pétrole qui ont atteint des niveaux nettement plus élevés au premier trimestre 2008 par rapport à la même période de 2007, et d'autre part, de la flambée des prix des produits alimentaires, consécutivement à la hausse générale des cours des matières premières agricoles.

Dans la zone euro, l'inflation a augmenté en avril 2008, pour s'établir à 3,3% au lieu de 1,9% un an auparavant. En Allemagne, en France, en Espagne et en Italie, elle a atteint respectivement 2,6%, 3,4%, 4,2% et 3,6% au lieu de 1,9%, 1,3%, 2,4% et 1,5%.

Selon la plupart des analystes, les tensions sur les cours de l'énergie et des matières premières agricoles à l'échelle internationale devraient se maintenir à moyen terme et induire des tensions inflationnistes marquées pour le reste de l'année 2008.

3.2 Prix du pétrole

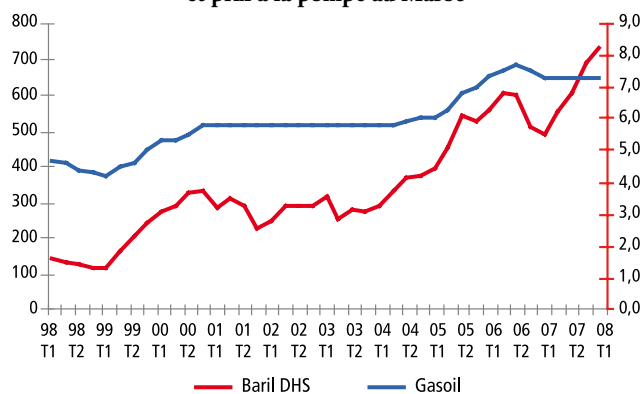
Le mouvement ascendant des prix du pétrole s'est poursuivi au premier trimestre 2008, où le cours du baril a atteint 95,3 dollars en moyenne, au lieu de 57,2 dollars au premier trimestre 2007, soit une progression de 67% en glissement annuel.

Tableau 3.1 : Evolution récente de l'inflation dans le monde (en glissement annuel)

	2007	2008	2008	Prévision	
	avril	mars	avril	2008	2009
Etats-Unis	2,6	4,0	3,9	3,0	2,0
Zone Euro	1,9	3,6	3,3	2,8	1,9
Allemagne	1,9	3,3	2,6	2,5	1,6
France	1,3	3,5	3,4	2,5	1,7
Espagne	2,4	4,6	4,2	4,0	3,0
Italie	1,5	3,6	3,6	2,5	1,9

Sources : FMI, Eurostat

Graphique 3.1 : Cours mondial du pétrole et prix à la pompe au Maroc



Sources : FMI, Ministère de l'énergie et des mines

La tendance à la hausse des cotations du brut s'est poursuivie en mai 2008, où le cours moyen s'est élevé à 123 dollars le baril, après 109 dollars en avril, en progression de 12,8% d'un mois à l'autre.

Au Maroc, les prix à la pompe, indexés sur les cours mondiaux du pétrole, n'ont pas varié, en raison de l'intervention de la caisse de compensation.

Selon les récentes anticipations des opérateurs du marché pétrolier au niveau mondial, les prévisions d'évolution des cours demeurent orientées à la hausse, en raison principalement de la forte demande des pays émergents et en développement notamment de la Chine, de l'Inde et du Brésil.

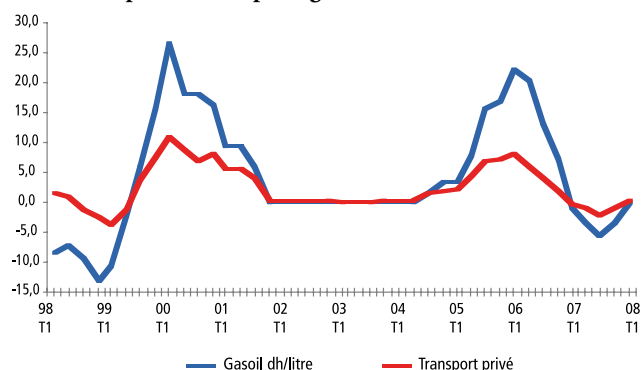
En outre, les craintes d'une insuffisance de l'offre liées aux perturbations des zones de production dans le monde, la baisse des stocks mondiaux de brut en particulier aux Etats-Unis, dans un contexte d'accroissement de la demande pétrolière à l'approche de la haute saison estivale, la faiblesse persistante du dollar et les tensions géopolitiques qui restent élevées, sont autant de facteurs qui continueront d'exercer des pressions sur les cours du pétrole à moyen terme, et ce, en dépit du contexte de ralentissement économique mondial.

Selon des prévisions établies en avril 2008 par le Fonds Monétaire International, le prix moyen du pétrole devrait atteindre 95,5 dollars le baril en 2008. Ces prévisions ont été revues à la hausse en mai 2008, à 112 dollars le baril. Les récentes prévisions de l'Agence américaine d'information sur l'énergie font ressortir un cours moyen du pétrole à 110 dollars le baril au titre de cette année. Sur le marché des futures, le cours du pétrole s'établirait en moyenne à 120,2 dollars le baril en 2008.

3.3 Prix des matières premières

Au cours des cinq premiers mois de 2008, les cours des produits de base ont connu une hausse quasi générale sur le marché mondial, l'indice des prix des matières premières hors énergie ayant augmenté de 5,3% en glissement annuel. Cette évolution a concerné celle des prix des produits de base agricoles, notamment le blé, le maïs et l'orge. Ce renchérissement s'explique notamment

Graphique 3.2 : Prix du carburant à la pompe et prix du transport (glissement annuel en %)



Sources : HCP, Ministère de l'énergie et des mines

Tableau 3.2 : Prévisions du prix actuel du pétrole (Brent) sur le marché des futures (en dollars US)

T2 2008	T3 2008	T4 2008	T1 2009	Année 2008
116,8	130,8	130,8	120,2	120,2

Source : Bloomberg

Tableau 3.3 : Les prix de vente des produits Pétroliers sur le marché intérieur

Produits (Dh/Litre)	Juil. 2007	Oct. 2007	Déc. 2007	Fév. 2008	Mai 2008	Juin 2008
Super carburant	10,25	10,25	10,25	10,25	10,25	10,25
Gasoil	7,22	7,22	7,22	7,22	7,22	7,22
Gasoil 350	9,13	9,13	9,13	9,13	9,13	9,13
Fuel industriel (Dh/Tonne)	2874	2874	2874	2874	2874	2874

Source : Ministère de l'énergie et des mines

par la forte demande émanant des Etats-Unis et de l'Union Européenne et par la hausse des prix des engrais à l'échelle internationale. Le cours du blé a atteint un pic de 440 dollars la tonne au mois de mars, mais, il a progressivement régressé par la suite, pour s'établir en moyenne à 329 dollars la tonne en mai, en relation avec des prévisions d'une bonne récolte mondiale au titre de l'année en cours. Toutefois, le niveau moyen du prix du blé au cours des cinq premiers mois de 2008 est en hausse de 51% comparativement à la moyenne enregistrée en 2007, d'où l'alourdissement des importations de la facture céréalière du Maroc et particulièrement de blé (voir section 1.4).

Pour leur part, les cours des métaux ont montré des signes d'apaisement, l'indice des prix des métaux a accusé une baisse de 1% au cours du mois d'avril par rapport au mois précédent. Cette évolution a surtout concerné le zinc et le plomb dont les prix ont continué de baisser en avril et en mai. Le prix du cuivre qui s'est nettement accru en février, en relation avec les grèves dans les mines Chiliennes a par la suite connu une tendance en légère baisse.

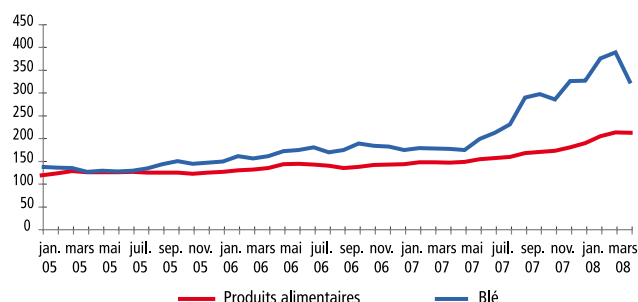
Les prévisions de la majorité des organismes internationaux indiquent que les cours moyens des produits alimentaires demeureront, à moyen terme, légèrement supérieurs au niveau réalisé en 2007.

Quant aux cours des métaux, ils s'inscriront dans une tendance baissière graduelle tout au long de l'année en cours, selon les dernières évolutions sur le marché des futures.

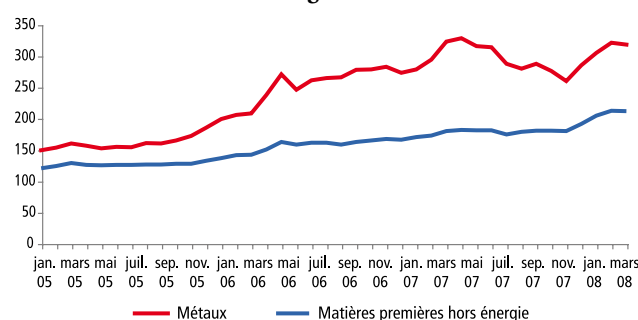
3.4 Indices des prix à l'import

Les dernières données disponibles (Mars 2008) de l'indice de prix à l'import hors énergie¹, indiquent une poursuite de la hausse des prix qui continuent de refléter, avec un certain retard dû aux délais de livraison, les évolutions des marchés internationaux. Ainsi, l'indice a crû en moyenne durant le premier trimestre 2008 de 30% en glissement annuel. Cette hausse résulte de l'effet combiné des prix des produits alimentaires et des métaux.

Graphique 3.3 : Indice des prix des matières premières alimentaires et du blé



Graphique 3.4 : Indice des prix des matières premières hors énergie et métaux



Source : FMI

Tableau 3.4 : Evolution des futures et des prévisions du blé par trimestre

Blé (Cts/b.u)	T2 2008	T3 2008	T4 2008	Année 2008
Futures	836,15	769,67	815,00	950,04
Prévisions	907,3	887,5	852,5	894,4

Source : Bloomberg

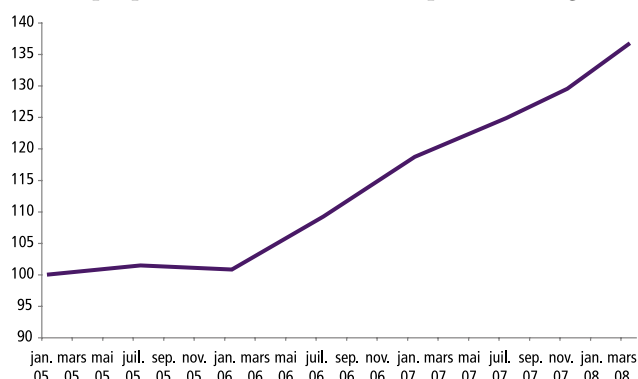
¹ L'indice est calculé à partir des données de la Douane telles que fournies par l'Office des changes.

L'indice de prix à l'import des produits alimentaires a en moyenne augmenté de 40% en glissement annuel. L'indice pour le blé a affiché une croissance de 59% au cours de ce premier trimestre, en relation avec les évolutions des cours mondiaux de l'année dernière (hausse de 170% entre juin 2007 et février 2008). Au cours du prochain trimestre (le troisième), l'indice devrait s'inscrire en baisse en raison de la baisse des cours mondiaux qui ont perdu 40% depuis la mi-mars. Les huiles végétales et le beurre, produits non subventionnés qui ont alimenté l'inflation ces derniers mois, ont enregistré des hausses de 38% et 85% respectivement. La détente sur les prix des huiles végétales, en particulier les huiles de palme de colza et de soja, n'est pas encore envisageable en raison de la hausse des prix des oléagineux qui sont de plus en plus convertis en biocarburants.

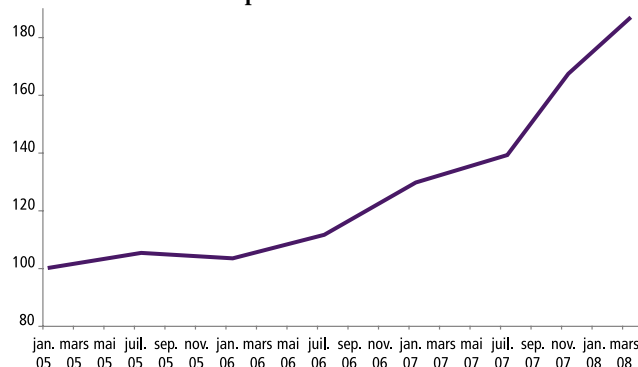
En revanche, le sucre est l'un des rares produits alimentaires à s'inscrire en baisse (-2%), mais sans impact sur l'ICV en raison de la protection douanière. Cette baisse devrait se prolonger au cours du troisième trimestre 2008, les cours mondiaux ayant baissé de 36% ces trois derniers mois, ce qui correspond à leur niveau le plus bas depuis 2002.

L'indice de prix à l'import des produits miniers s'est accru très fortement au premier trimestre 2008, tiré encore une fois essentiellement par le soufre, dont l'indice a affiché au cours de ce premier trimestre une augmentation moyenne exceptionnelle de 530% en glissement annuel. Cette évolution traduit la tendance haussière des cours mondiaux qui ont été multipliés par sept au cours de 2007. Les contrats à terme conclus par les importateurs et les délais de livraison ont retardé l'impact sur l'indice jusqu'au premier trimestre 2008. Cependant ce minerai étant un intrant d'une industrie essentiellement tournée vers l'exportation, son impact sur l'ICV est faible. Le fer a quasiment stagné à 1% en glissement annuel, alors que les prix de gré à gré¹ internationaux ont été revus à la hausse de 60% à 71% début 2008. Les prix à l'import marocain devraient refléter dans le très court terme cette augmentation.

Graphique 3.5 : Indice des Prix à l'Import hors énergie



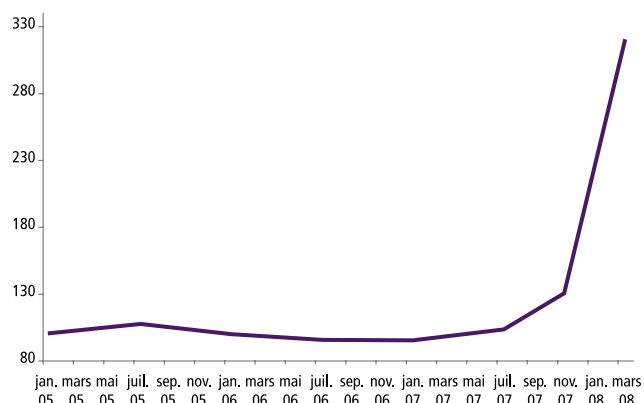
Graphique 3.6 : Indice des Prix à l'import des produits alimentaire



¹ Le fer n'est pas coté sur les bourses internationales, les grandes entreprises du secteur négocient un prix qui sert de référence au reste du marché.

Les pressions inflationnistes liées aux prix à l'importation restent donc très élevées et ne devraient pas refluer au cours du prochain trimestre. En grande partie jugulées grâce au système de compensation en place, la charge budgétaire augmentant rapidement, des hausses de prix pourraient intervenir sur certains produits.

Graphique 3.7 : Indice des Prix à l'Import des produits miniers



4. CONDITIONS MONETAIRES ET PRIX DES ACTIFS

Les données du premier trimestre 2008 et celles du mois d'avril font état tant d'un ralentissement du rythme de progression de M3 que de la poursuite de la dynamique du crédit. La croissance de M3 s'est établie, en glissement annuel, à 13,4% en avril, après 14,1% au premier trimestre 2008 et 15,1% au quatrième trimestre 2007. La monnaie fiduciaire s'est inscrite en baisse, tandis que la monnaie scripturale a marqué une décélération au profit des placements à terme et des titres des OPCVM monétaires. Bien que de moindre ampleur, l'excédent monétaire ayant résulté de la création monétaire demeure un facteur de risque, en cas de transformation des encaisses liquides en dépense. Le dynamisme du crédit s'est poursuivi, la croissance des concours à l'économie ayant été principalement alimentée par ceux alloués aux entreprises et aux particuliers, sous forme de facilités de trésorerie, de prêts à l'équipement et de prêts immobiliers. L'évolution des crédits à la consommation demeure marquée par la persistance d'un taux de croissance se situant aux alentours de 40% tant en avril qu'au premier trimestre 2008. L'allocation du crédit indique que la dynamique des prêts aux entreprises reste soutenue, ce qui a tendance à renforcer l'offre et les capacités de production. Pour ce qui est des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib montrent une hausse de 69 points de base du taux moyen pondéré global au premier trimestre 2008. Pour leur part, les prix des actifs boursiers se sont nettement appréciés au terme du premier trimestre 2008, avant de connaître des corrections à la baisse durant les mois d'avril et de mai, tandis que les prix des actifs immobiliers semblent, à la lumière des données disponibles, avoir poursuivi leur progression.

4.1 Conditions monétaires

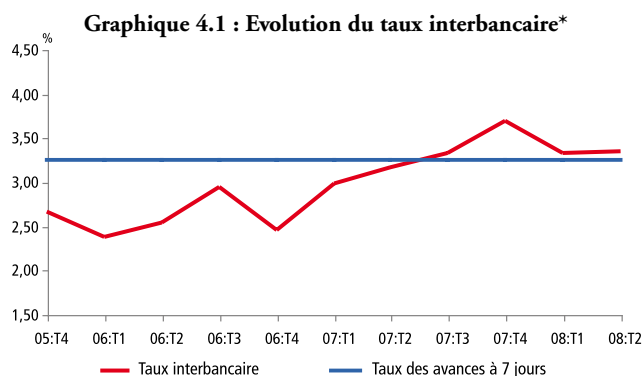
4.1.1 Taux d'intérêt

Le Conseil de Bank Al-Maghrib a décidé, lors de sa réunion du 25 mars 2008, de laisser inchangé le taux directeur à son niveau de 3,25%. En avril et mai, le taux moyen pondéré sur le marché interbancaire s'est aligné sur le taux directeur, après avoir atteint en moyenne 3,32% au premier trimestre.

Dans ce contexte, les taux assortissant les bons du Trésor à court terme émis par adjudication ont poursuivi, en avril et mai 2008, leur tendance à la baisse enregistrée au premier trimestre. Cette orientation est observée également au niveau du marché secondaire, où les rendements sur les mêmes maturités sont restés proches de ceux du compartiment primaire.

En l'absence d'émissions du Trésor durant le deuxième trimestre 2008, la référence pour les rémunérations des bons à moyen et long terme reste le marché secondaire. Sur ce compartiment, les rendements ont également connu un ajustement à la baisse, entre avril et mai.

S'agissant de la rémunération des dépôts à terme, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et à 12 mois, s'est accru de 14 points de base en avril 2008, après une légère baisse au premier trimestre.



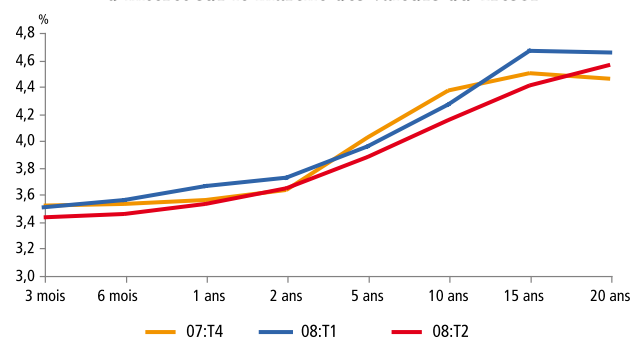
* L'observation du deuxième trimestre 2008 correspond à la moyenne quotidienne de la période du 1er avril au 31 mai 2008.

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

	2007				2008	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2*
13 semaines	2,73	3,30	3,29	3,63	3,58	3,42
26 semaines	2,85	3,34	3,32	3,58	3,59	-
52 semaines	2,97	2,88	3,40	3,55	3,62	3,53

* L'observation du deuxième trimestre 2008 correspond à la moyenne des mois d'avril et mai

Graphique 4.2 : Evolution de la structure par terme des taux d'intérêt sur le marché des valeurs du Trésor



Les taux débiteurs renseignent à la fois sur la transmission des variations du taux interbancaire, cible opérationnelle de la politique monétaire, et sur l'orientation du coût de financement de la dépense de consommation et d'investissement des agents économiques.

Tableau 4.2 : Taux créditeurs* (placements à terme)

	2007				2008	
	T1	T2	T3	T4	T1	avril
6 mois	3,26	3,52	3,41	3,49	3,37	3,43
12 mois	3,65	3,63	3,69	3,71	3,71	3,78
Moyenne pondérée	3,49	3,58	3,60	3,62	3,56	3,69

* Les données trimestrielles sont des moyennes simples des données mensuelles

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

Liquidités

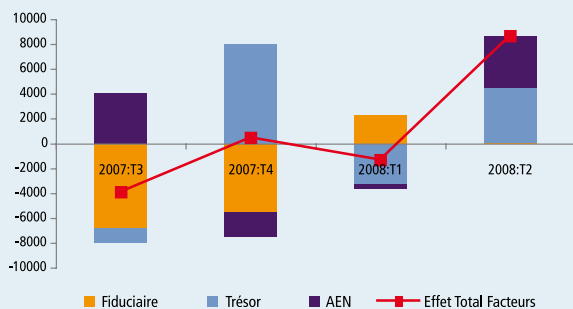
Le déficit de liquidité bancaire est revenu de 11,4 milliards en moyenne au quatrième trimestre 2007 à 9 milliards au premier trimestre 2008. Durant cette période, les opérations du Trésor ont induit une ponction de liquidité de 3,3 milliards de dirhams notamment attribuable à la bonne tenue des recettes fiscales ainsi qu'à l'augmentation des dépôts auprès du Trésor. En revanche, le reflux de la monnaie fiduciaire, consécutif aux périodes de Aïd Al Adha et du Nouvel An, s'est élevé à 2,3 milliards de dirhams, tandis que les opérations sur avoirs extérieurs ont marginalement affecté les trésoreries bancaires.

Au cours des mois d'avril et mai, les facteurs autonomes ont globalement exercé un effet expansif de 8,6 milliards de dirhams sur les trésoreries bancaires, résultant de la différence entre leur impact expansif de 11,2 milliards enregistré en mai et de leur effet restrictif de 2,6 milliards en avril 2008.

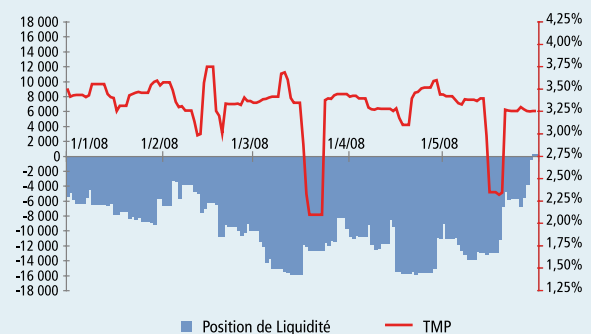
De fait, la perception du premier acompte de l'impôt sur les sociétés a tout d'abord asséché la liquidité bancaire au courant du mois d'avril 2008, durant lequel la trésorerie publique a drainé 4,7 milliards de dirhams du système bancaire. L'effet restrictif du Trésor a été partiellement compensé par l'impact positif des opérations en devises qui s'est établi à 2,1 milliards de dirhams alors que la circulation fiduciaire a été quasiment sans incidence sur les trésoreries bancaires au courant du même mois.

Durant le mois de mai 2008, la tendance restrictive des facteurs autonomes s'est inversée principalement sous l'effet des retraits massifs effectués par les principaux déposants auprès du Trésor, notamment Barid Al-Maghrib qui a procédé à deux retraits de son compte de dépôt auprès du Trésor totalisant 6,2 milliards de dirhams en dates du 20 et du 21 mai. Les opérations du Trésor ont été à l'origine d'une injection de liquidité de 2,2 milliards de dirhams sur les trésoreries bancaires notamment en raison du désendettement du Trésor, de même que les opérations sur avoirs extérieurs qui ont induit une injection de liquidité de 2 milliards de dirhams. Pour sa part, la monnaie fiduciaire a été quasiment sans incidence sur les trésoreries bancaires.

Graphique E 4.1 : Evaluation de l'effet des facteurs de liquidité en millions de DH



Graphique E 4.2 : Position de liquidité (millions de DH) et taux moyen pondéré du marché monétaire interbancaire



Interventions de Bank Al-Maghrib et évolution du taux interbancaire

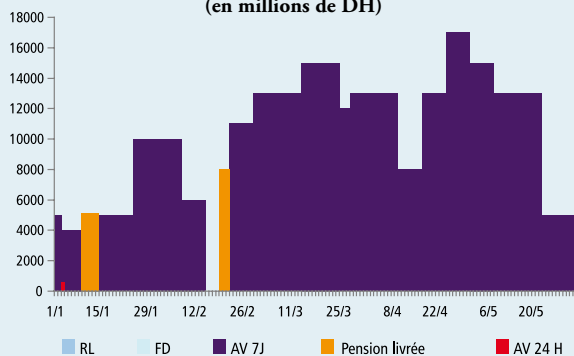
Au cours des mois d’avril et mai 2008, Bank Al-Maghrib est exclusivement intervenue au moyen des avances à 7 jours pour un montant quotidien moyen de 11,8 milliards de dirhams.

A partir du 22 mai, et compte tenu des injections de liquidité principalement induites par les retraits de Barid Al-Maghrib les 20 et 21 mai du circuit du Trésor, la Banque a réduit le volume de ses opérations principales de 13 à 5 milliards de dirhams.

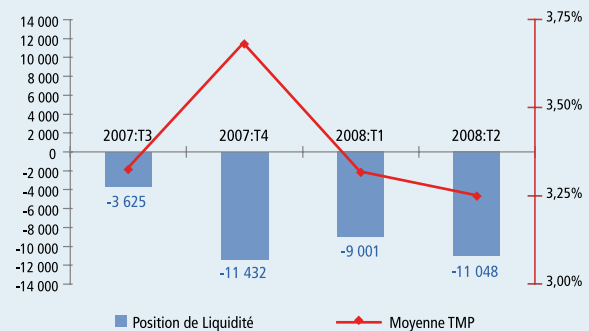
En conséquence, le taux moyen pondéré s’est établi en moyenne à 3,25% au courant de ce trimestre, enregistrant une baisse de 7 points de base par rapport au trimestre précédent.

Pour sa part, la volatilité du taux interbancaire, mesurée par son écart-type, a enregistré une baisse de 5 points de base, passant de 0,35% le premier trimestre 2008 à 0,30% entre avril et mai 2008.

Graphique E 4.3 : Intervention de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire (en millions de DH)



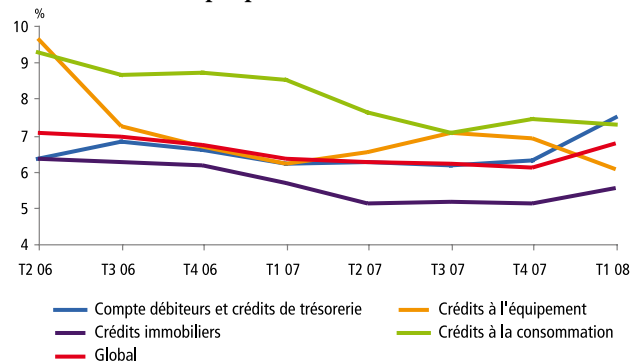
Graphique E 4.4 : Evolution de la position de liquidité (en millions de DH) et du TMP (%) en moyenne trimestrielle



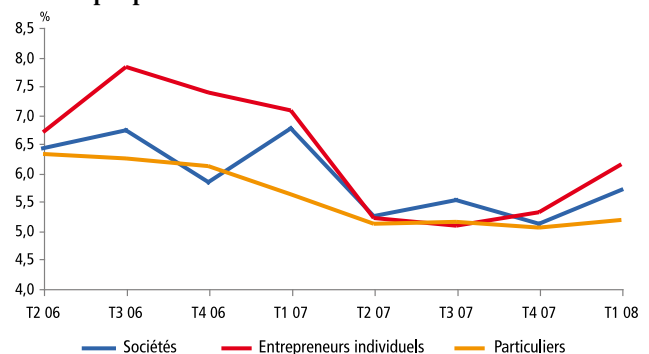
Les données de l’enquête de Bank Al-Maghrib font ressortir une hausse de 69 points de base du taux moyen pondéré, tirée essentiellement par les taux appliqués aux facilités de trésorerie qui pourraient être notamment liée à la hausse de la demande, eu égard à l’augmentation des arriérés de la Caisse de compensation et au renchérissement des importations de matières premières, notamment agricoles.

Les données du premier trimestre indiquent également une réduction du différentiel entre les taux appliqués aux différentes catégories de crédit. En effet, les taux des prêts immobiliers, historiquement plus faibles que les autres taux, se sont accrus d’un trimestre à l’autre, en raison partiellement de la hausse enregistrée par les taux sur les bons du Trésor au terme des derniers trimestres. En revanche, les taux des crédits à la consommation et à l’équipement, qui dépassaient largement le taux débiteur moyen auparavant, se sont repliés pour le deuxième trimestre consécutif.

Graphique 4.3 : Taux débiteurs



Graphique 4.4 : Taux débiteurs des crédits immobiliers



4.1.2 Monnaie, crédit et placements liquides

Evolution de M3

Après avoir marqué des taux de progression historiquement élevés durant les deux derniers exercices, qui ont porté son encours à un niveau supérieur à sa valeur d'équilibre¹, l'agrégat M3 a vu sa croissance revenir à des rythmes relativement modérés depuis le dernier trimestre 2007.

L'agrégat M3 s'est ainsi accru de 13,4% en avril, après 14,1% au premier trimestre 2008. Cette orientation a donné lieu à une atténuation plus importante de l'ampleur de l'excédent monétaire accumulé par les agents non bancaires.

Le ralentissement du rythme de la création monétaire ressort de manière plus claire à travers les variations à court terme. La hausse de M3, sur les quatre premiers mois de 2008, s'est en effet limitée à 1,7%, contre 4,1% en 2007 et 2,5% en 2006. Elle pourrait, tel qu'il ressort de l'évolution du money gap, augurer d'une modération des tensions inflationnistes à plus long terme.

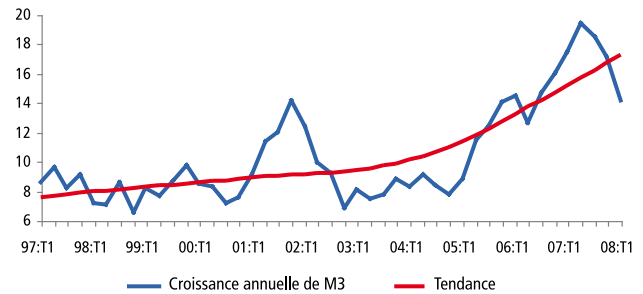
Dans le même temps, le ralentissement de la croissance de M3 s'est accompagné d'un mouvement de réallocation des portefeuilles des agents non bancaires. Les données indiquent une baisse du stock de la monnaie fiduciaire sur les quatre premiers mois, conjuguée à une augmentation plus importante des dépôts à terme en avril au détriment des dépôts à vue.

Dans le prolongement de la modération observée depuis la fin de l'année 2006, la progression de la monnaie fiduciaire s'est en effet limitée à 9,5% en glissement annuel en avril. Pour leur part, les dépôts à terme ont enregistré un taux de croissance en glissement annuel largement inférieur à celui de M3.

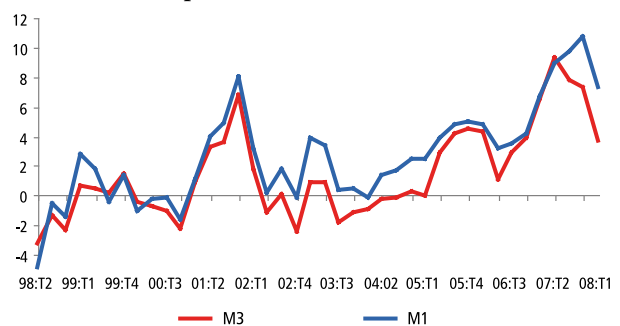
S'agissant de la monnaie scripturale, dont la dynamique détermine en grande partie celle de la masse monétaire, son taux de croissance demeure élevé, bien que revenant à des niveaux proches de ceux observés avant la forte expansion observée en 2007. Ce constat est particulièrement marqué pour les dépôts à vue des agents non financiers, dont la progression en glissement annuel s'est limitée à 18,1% au premier trimestre et à 15,9% en avril.

¹ Dans la pratique, on considère qu'une évolution stationnaire autour d'une valeur faible est compatible avec la stabilité des prix.

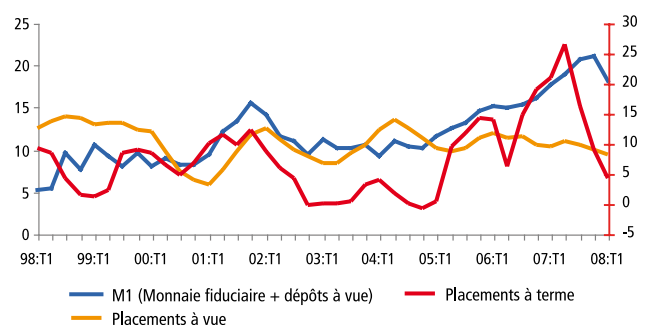
Graphique 4.5 : Croissance annuelle de M3 et sa tendance (en%)



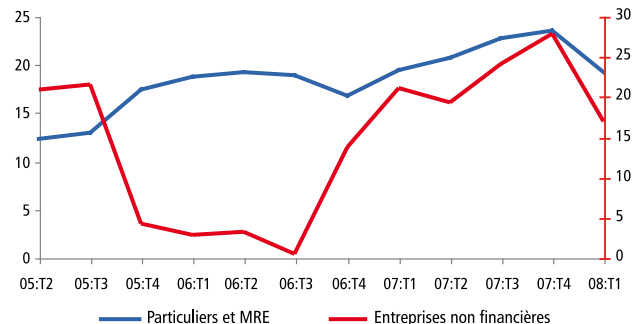
Graphique 4.6 : Excédent monétaire (en pourcentage de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en terme réels)



Graphique 4.7 : Evolution annuelle des composantes de M3 (en %)



Graphique 4.8 : Evolution annuelle des dépôts à vue des agents non financiers (en %)



En l'absence de nouvelles opérations financières, le ralentissement de la croissance de la monnaie scripturale, ayant comme corollaire le raffermissement des placements à terme et des OPCVM monétaires, devrait se poursuivre à court terme. Cette tendance, pourrait être de nature à réduire davantage l'écart entre les rythmes de progression de M1 et de M3, améliorant ainsi la lisibilité des signaux émis par les évolutions monétaires et leur impact sur l'évolution future de la dépense globale et des prix.

Crédit bancaire

Au cours du premier trimestre 2008, le crédit bancaire a enregistré un rythme annuel de progression de 28,6%, quasiment identique à celui observé au quatrième trimestre 2007. Ce rythme, qui s'est établi à 28% en avril, demeure supérieur à la moyenne historique, observée avant la forte expansion de 2007.

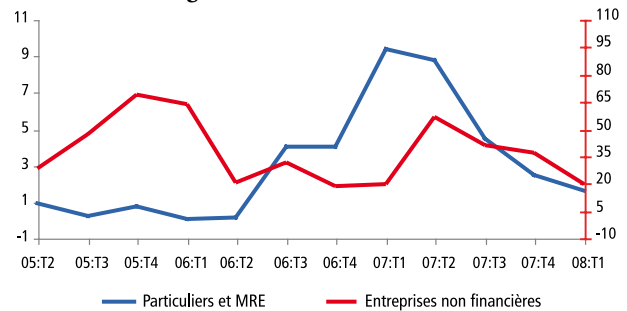
L'analyse de la structure du crédit par agent économique confirme la poursuite du développement de l'allocation des concours aux entreprises.

En effet, les facilités de trésorerie, accordées majoritairement aux entreprises, ont maintenu un rythme de hausse rapide. Cette évolution, favorisée par la bonne tenue de la conjoncture économique, s'explique également par la hausse des besoins de trésorerie d'un certain nombre de grandes entreprises, notamment celles opérant dans le secteur de la production et de la distribution des produits pétroliers et des céréales, suite à l'accumulation par l'Etat d'arriérés à leur égard.

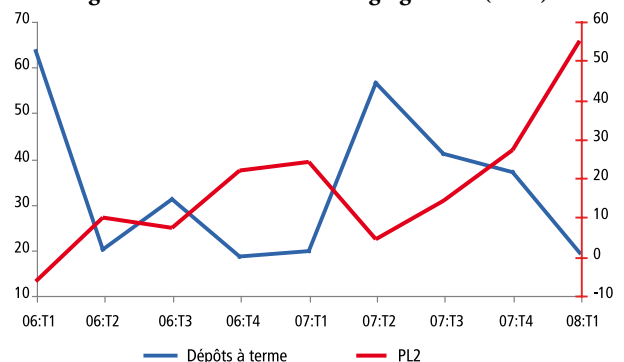
Les crédits à l'équipement, destinés également en grande partie aux entreprises non financières, se sont accrus de 35,7% en glissement annuel à fin avril. Cette hausse reflète le bon comportement de l'investissement, particulièrement dans les secteurs industriels et des services qui ont drainé 70% des prêts à l'équipement en moyenne sur les quatre derniers trimestres.

Pour leur part, les prêts à l'immobilier maintiennent une structure dominée par les concours aux ménages à hauteur de 62%, ayant résulté de la détente des conditions de crédit durant les deux dernières années, notamment la baisse des taux d'intérêt, la diversification de l'offre et le développement des

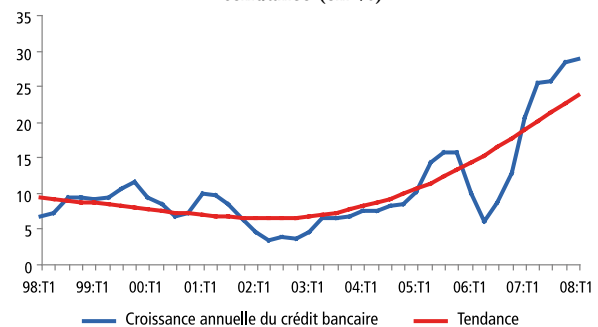
Graphique 4.9 : Evolution annuelle des placements à terme des agents non financiers (en %)



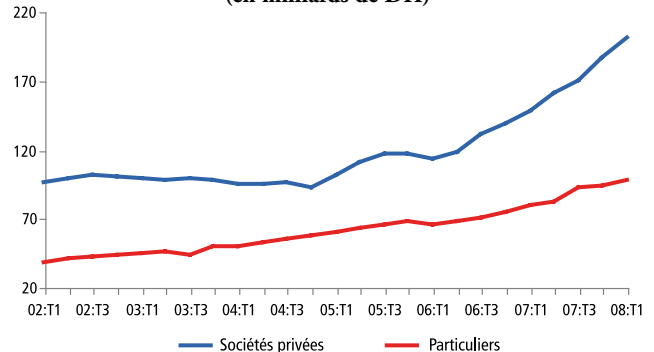
Graphique 4.10 : Croissance annuelle des dépôts à terme des agents non financiers et de l'agrégat PL2 (en %)



Graphique 4.11 : Croissance annuelle du crédit bancaire et sa tendance (en %)



Graphique 4.12 : Structure des crédits par agent économique (en milliards de DH)



programmes de logements sociaux. Cependant, l'augmentation du volume de cette catégorie de crédit, qui a atteint 43,5% au premier trimestre et 42,7% en avril 2008, semble profiter de plus en plus aux entreprises, dont la part est passée en une année de 13% à 21,6%.

Pour ce qui est des avances aux sociétés de financement et des crédits à la consommation directement alloués aux ménages, ils se sont respectivement inscrits en progression de 41,3% et 40,7% en avril, après 42,7% et 41% au premier trimestre. Toutefois, l'encours du crédit à la consommation demeure relativement faible.

Autres sources de création monétaire

Les créances nettes sur l'Etat et les avoirs extérieurs nets n'ont que faiblement contribué à la création monétaire au cours des quatre premiers mois de l'année, au profit des crédits bancaires.

Les avoirs extérieurs nets ont progressé, en glissement annuel, de 7,3% en avril 2008, après 10% au premier trimestre. Cette évolution s'explique essentiellement par l'importance des sorties de devises, liées à l'alourdissement des dépenses d'importation. Elle est également imputable au ralentissement des recettes de voyage et des entrées au titre des opérations financières.

Pour leur part, les créances nettes sur l'Etat ont accusé à fin avril 2008 une baisse de 5% en glissement annuel, après avoir progressé de 1,6% au premier trimestre. Ce recul s'explique par le faible recours du Trésor au marché des adjudications mais aussi par l'allocation d'une partie de plus en plus importante des actifs bancaires au crédit, comme en témoigne la baisse de la part des banques dans l'encours total des bons du Trésor depuis le deuxième trimestre 2007.

Placements liquides

Les agrégats de placements liquides sont des prochessubstituts de la monnaie. Outre l'évaluation de l'encours total de liquidités de l'économie, leur évolution permet d'apprécier les réallocations de portefeuilles opérées par les agents économiques d'une période à l'autre.

Graphique 4.13 : Croissance annuelle des principales catégories du crédit bancaire (en %)

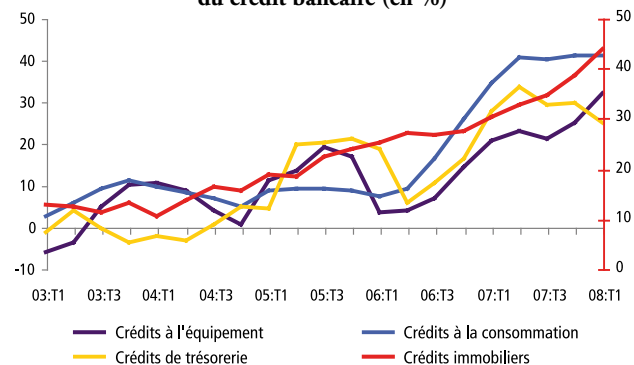
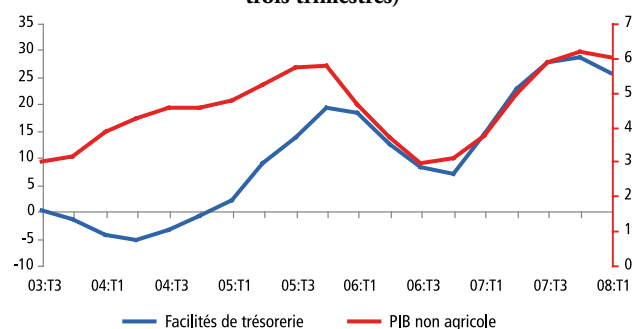


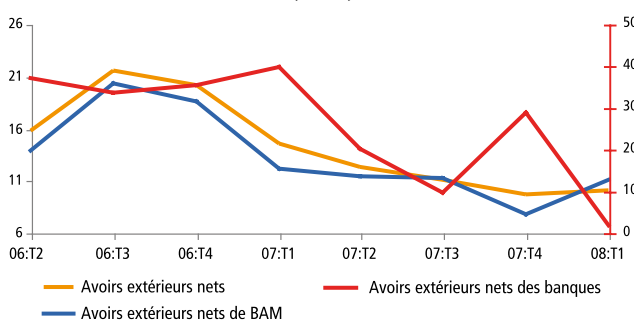
Tableau 4.3 : Ventilation des prêts immobiliers accordés aux agents non financiers (en %)

	Entreprises	Particuliers	MRE
Moyenne 2001-2005	2,0	87,8	10,1
Moyenne 2006	9,0	81,8	9,2
2007 T1	12,8	77,3	9,9
2007 T2	14,8	75,3	9,9
2007 T3	16,2	73,8	10,0
2007 T4	17,0	72,6	10,4
2008 T1	21,7	68,3	10,0

Graphique 4.14 : Evolution des facilités de trésorerie et PIB non agricole (glissement annuel en % - moyenne mobile sur trois trimestres)



Graphique 4.15 : Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets (en %)



Globalement, les données du premier trimestre 2008 et du mois d'avril ont confirmé le manque apparent d'intérêt des agents non financiers pour les titres des OPCVM, à l'exception des OPCVM monétaires. Ceux-ci, en augmentation de 54,9% en glissement annuel à fin avril, se sont révélés être les placements rémunérés privilégiés par les agents non financiers pour leurs excédents en instance d'affectation accumulés durant l'année 2007. Les titres des OPCVM obligataires ont accusé une baisse de 46,7% en glissement annuel en avril après 40,7% au premier trimestre. Pour leur part, les titres des OPCVM actions et diversifiés ont réalisé une hausse en glissement annuel de 25,2%, inférieure à la performance du MASI durant la même période.

4.1.3 Taux de change

Au terme du premier trimestre de l'année 2008 et par rapport au trimestre précédent, la monnaie nationale s'est inscrite, en moyenne, en hausse, de 6,29% face à la livre sterling et de 2,80% contre le dollar. Elle s'est, en revanche, dépréciée de 4,30% par rapport au yen japonais, de 4,15% à l'égard du franc suisse et de 0,55% vis-à-vis de l'euro.

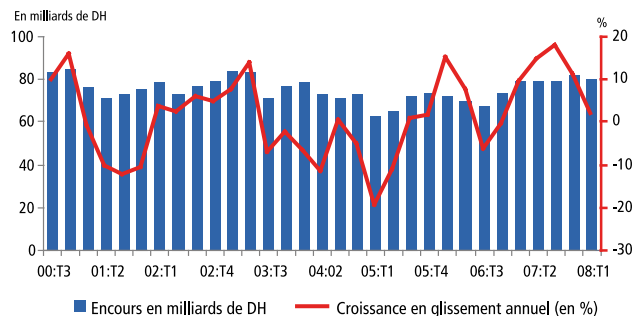
Cette évolution s'est poursuivie en avril et mai. Le dirham s'est inscrit, en moyenne, en hausse de 3,70% à l'égard du dollar et s'est déprécié de 0,69% contre l'euro.

En termes de taux de change effectifs nominaux, le dirham s'est apprécié de 0,43% par rapport à son niveau du trimestre précédent. En termes réels, le taux de change effectif du dirham s'est déprécié, d'un trimestre à l'autre, de 0,64%, en raison du niveau plus faible d'inflation enregistré au Maroc, comparativement à ses partenaires commerciaux.

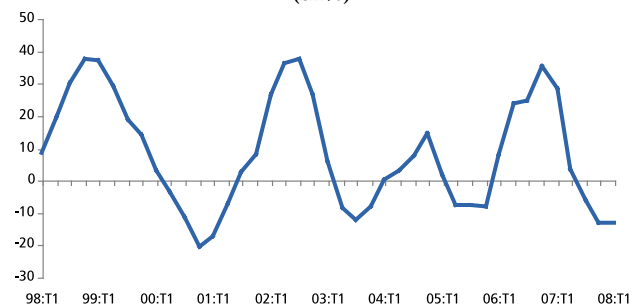
4.2. Prix des actifs

Les bonnes performances enregistrées par l'indice MASI au premier trimestre 2008 ne se sont pas poursuivies au même rythme au cours des mois d'avril et de mai. En hausse de 15,7% au terme du premier trimestre, l'indice MASI s'est en définitive inscrit en baisse de 1,1% au terme du mois de mai. Quant à l'indice du secteur immobilier, qui s'est accru de 18,3%, d'un trimestre à l'autre, il a accusé un léger recul à fin mai.

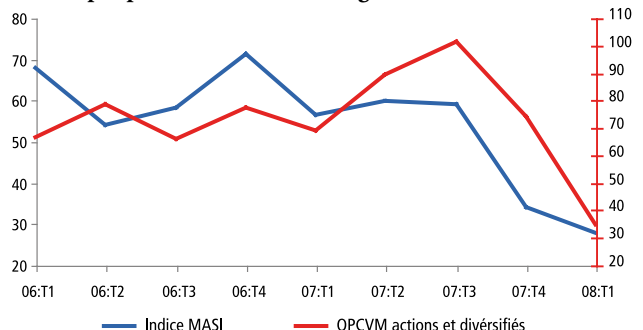
Graphique 4.16 : Evolution trimestrielle des créances nettes sur l'Etat



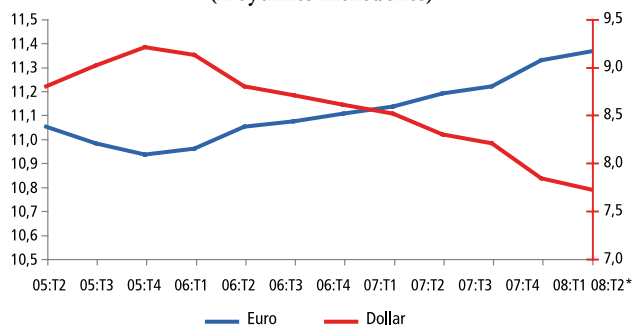
Graphique 4.17 : Evolution annuelle des placements liquides (en%)



Graphique 4.18 : PL4 et Masi (glissement annuel en%)



Graphique 4.19 : Taux de change du dirham (moyennes mensuelles)



* Le deuxième trimestre 2008 correspond à la moyenne arithmétique des données des mois d'avril et de mai

Le volume des transactions a, pour sa part, nettement diminué en s'établissant à 67,7 milliards de dirhams, contre 187,9 milliards de dirhams en décembre 2007, mois au cours ayant connu des transactions de revalorisation des portefeuilles effectuées sur le marché de blocs. Au terme des deux premiers mois du second trimestre 2008, le chiffre d'affaires boursier est resté limité à 28,6 milliards de dirhams.

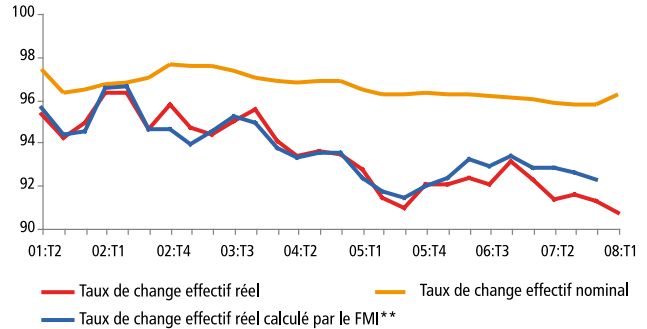
La capitalisation boursière a, quant à elle, augmenté de 15,9% d'un trimestre à l'autre, pour atteindre 679,3 milliards de dirhams. Cette tendance est liée notamment à l'introduction de deux nouvelles sociétés en bourse, portant ainsi le nombre de valeurs cotées à 75. A l'issue du mois de mai, la capitalisation boursière, a légèrement diminué pour s'établir à 677,9 milliards de dirhams.

Quant au PER de la place de Casablanca, il est revenu de 22,2 à 21,2 d'un trimestre à l'autre, niveau restant néanmoins élevé, à mettre en relation avec l'appréciation des cours boursiers.

Sur la base des données disponibles, il semble que les prix des actifs immobiliers ont poursuivi leur expansion au cours des premiers mois de l'année. La persistance de la demande à un niveau élevé et la détente des conditions d'octroi des crédits immobiliers aux ménages constituent les principaux facteurs sous-jacents à cette évolution. La mise en place rapide du plan d'action annoncé en mai par les pouvoirs publics pour réguler le marché immobilier, devrait participer de l'atténuation de l'ampleur de la hausse des actifs immobiliers (voir encadré 4.2).

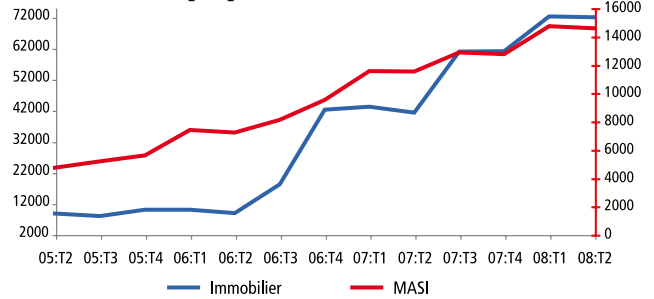
Dans ce contexte, une étude récente relative à « l'état des lieux du secteur de l'immobilier » menée par le Ministère de l'Habitat, de l'Urbanisme et de l'Aménagement de l'Espace met en évidence l'augmentation considérable des prix immobiliers durant la période 2003-2007. L'étude montre, avec des disparités d'une ville à l'autre, que les prix des différentes catégories de biens immobiliers ont dans leur ensemble connu des hausses significatives. Ainsi, le prix du mètre-carré de l'appartement a quasiment doublé à Marrakech, celui du terrain construit a été multiplié par 1,5 fois à Rabat et le prix du terrain nu s'est accru de 358% à Agadir. Selon l'étude, la hausse des prix

Graphique 4.20 : Taux de change effectif* (Base 100 en 2000)



* : Données provisoires
 ** : Données du dernier trimestre 2007
 Source : Calculs FMI et calculs BAM

Graphique 4.21 : Indices boursiers*



* Le deuxième trimestre 2008 est arrêté à fin mai 2008

Graphique 4.22 : Capitalisation boursière / PIB

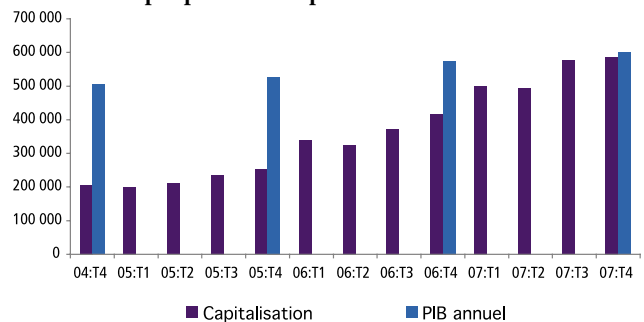


Tableau 4.4 : Valorisation du marché (PER)

	07 :T1	07 :T2	07 :T3	07 :T4	08 :T1
Bourse de Casablanca	21,8	20,5	22,9	22,2	21,2
Euro stoxx 50	13	13,6	12,9	12,5	10,5

PER : Price Earnings Ratio
 Sources : Bloomberg et CFG

enregistrée par le secteur immobilier au cours des dernières années est liée à plusieurs facteurs, dont notamment la spéculation à la hausse des acteurs, la rareté du foncier constructible et la pression de la demande et le comportement de thésaurisation dans le foncier comme valeur refuge.

Tableau 4.5 : Evolution des prix du mètre carré par ville entre 2003 et 2007

Ville	Appartement	Terrain construit	Terrain nu
Casablanca	43%	50%	88%
Rabat/Temara	45%	146%	234%
Marrakech	92%	78%	119%
Tanger/Tetouan	35%	80%	217%
Agadir	17%	25%	358%

Source : Agence Nationale de la Conservation Foncière, du Cadastre et de la Cartographie (ANCFCC) « L'état des lieux du secteur de l'immobilier » - MHUAE

Encadré 4.2 : Mesures annoncées au mois de mai 2008 conjointement par les départements des Finances et de l'Habitat pour réguler le marché de l'immobilier

Le Ministère de l'Economie et des Finances et le Ministère de l'Habitat, de l'Urbanisme et du Développement Spatial ont collaboré pour établir un plan d'action 2008-2012 en vue de favoriser l'accession à la propriété par la stabilisation des prix. Ce plan d'action se compose de douze mesures ayant pour objectif de réguler le marché immobilier et éviter la spéculation. Ces mesures portent sur :

- La mobilisation des terrains vagues à l'intérieur et à l'extérieur des périmètres urbains à travers la réactivation de la taxe sur les terrains non bâtis, l'élargissement de son assiette et son relèvement ;
- L'application du droit de préemption accordé au service de l'enregistrement pour lutter contre la fraude fiscale et la pratique du noir;
- Le respect des délais de réalisation des projets immobiliers ;
- La mise en place de procédures pour l'exploitation du parc immobilier vacant par l'instauration d'une taxe sur l'habitat vacant ;
- Le doublement du rythme de production du Groupe Al Omrane au cours de la période 2008-2012, comparativement à la période 2003-2007 ;
- L'ouverture de nouvelles zones à l'urbanisation à travers les documents d'urbanisme (atteindre 100 plans d'aménagement par an) ;
- L'activation de l'approbation du code de l'urbanisme et la mise en œuvre des réformes structurelles prévues ;
- La mise en application efficiente du code de commercialisation des logements sociaux et la lutte contre la spéculation à ce titre, au bénéfice des ménages ciblés initialement ;
- La mutualisation des efforts de l'Etat et leur orientation en faveur des catégories sociales les plus démunies (logement à 140.000 dirhams) ;
- L'octroi d'une attention plus importante aux préoccupations de la classe moyenne, de manière à éviter des tensions sur la demande de la gamme des logements sociaux réservés aux couches les plus démunies ;
- L'attribution d'un rôle plus dynamique au secteur locatif, de manière à contribuer à rendre le marché immobilier plus fluide ;
- L'activation de la mise en place des normes minimales de l'habitat social.

5. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

Dans un environnement économique mondial caractérisé par la poursuite du renchérissement de la majorité des produits alimentaires de base et des métaux ainsi que par la flambée des cours du pétrole, l'inflation s'est établie à 3,7% en avril 2008, en glissement annuel, au lieu de 3,2% en mars et de 2,4% en février. Cette tendance est également observée au niveau de l'inflation sous-jacente qui s'est maintenue à des niveaux élevés, soit 4,8% en avril après 4,7% en mars. La transmission de la hausse des prix des matières premières à l'inflation ressort au niveau des valeurs unitaires à l'importation qui ont poursuivi leur orientation haussière, impactant, à leur tour, les coûts de production industriels. En effet, les prix dans la plupart des industries, notamment la chimie, la métallurgie et l'agro-alimentaire ont enregistré des augmentations notables en avril. On observe, également, certains effets de diffusion des prix des biens échangeables vers ceux des biens non échangeables, en particulier les services. Ces derniers ont connu un renversement de tendance en enregistrant des hausses lors des mois de mars et avril, après des baisses successives entre septembre 2007 et février 2008. Une accentuation de cet effet de diffusion est envisageable à partir du quatrième trimestre 2008, suite à l'impact de la revalorisation du SMIG prévue en juillet 2008. Le relèvement du salaire minimum risque d'exercer un effet d'entraînement sur les autres catégories de salaires et, par conséquent, devrait affecter les prix, surtout au niveau des secteurs les moins exposés à la concurrence et ceux intensifs en main d'œuvre. L'impact des salaires sur les prix demeure, toutefois, conditionné par le comportement de marge des producteurs, par l'évolution de la productivité du travail ainsi que par la disponibilité d'une main d'œuvre bon marché sur le marché de travail informel.

5.1 Evolution de l'inflation

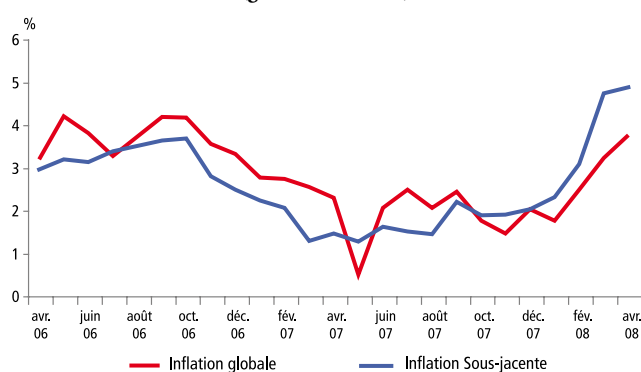
L'accélération de l'inflation, entamée au début de l'année, s'est poursuivie en avril, la hausse de l'indice du coût de la vie s'étant située à 3,7%, en glissement annuel, au lieu de 3,2% en mars. Les produits alimentaires de base qui représentent 15,2% du panier de l'ICV et 35% de l'indice des prix des biens échangeables, ont contribué à hauteur de 2,5 points de pourcentage à l'inflation. Pour sa part, l'inflation sous-jacente, calculée par BAM, s'est établie à 4,8%, soit un niveau élevé mais très proche de celui du mois précédent où elle avait atteint 4,7%.

Le taux d'inflation sous-jacente demeure, dès lors, supérieur à l'inflation globale avec, toutefois, un recul de l'écart entre les deux indices, de 1,5 point en mars à 1,1 point en avril, du fait de l'atténuation, de (-2,9%) à (-1,7%), de l'ampleur de la baisse des prix des produits frais.

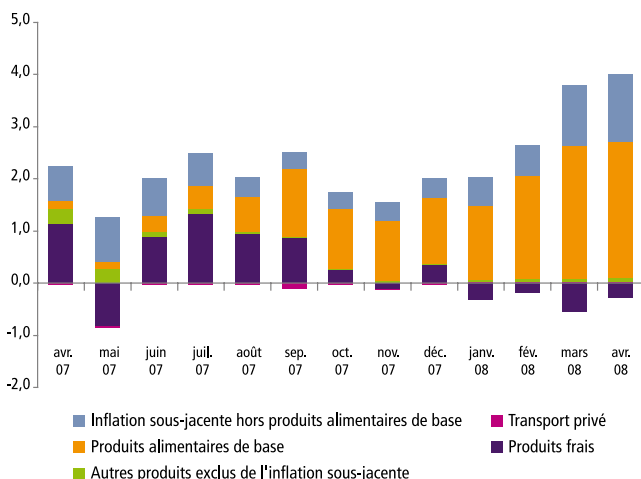
En effet, les prix des viandes ont progressé de 6,3% au lieu de 3,2% et ont contribué à hauteur de 0,8 point de pourcentage à l'inflation globale, la diminution des prix du poisson frais est passée de (-2,7%) à (-2,1%) et ceux des fruits frais se sont accrus de 35,2% au lieu de 14,6%.

Les plus fortes hausses ont touché les produits alimentaires de base. En particulier, les prix des céréales ont augmenté, en glissement annuel, de 23,3% au lieu de 22,5% en mars, tandis que ceux des corps gras se sont accrus de 24,9% au lieu de 24,2%.

Graphique 5.1 : Inflation et inflation sous-jacente (glissement annuel)



Graphique 5.2 : Contributions des principales composantes glissement annuel de l'inflation (en points de %)



Certaines rubriques, tels que « entretien et réparation », « matériel et articles de cuisine », « biens et services pour entretien maison » et « autres biens et services » ont connu de légères augmentations de prix de 3,4%, 2,3%, 3,8% et 2,4% au lieu de 2,3%, 1,4%, 2,7% et 2,2%, respectivement. Elles ont ainsi contribué, bien que dans une moindre proportion, à l'inflation globale.

S'agissant des prix du transport privé, largement conditionnés par les prix des carburants à la pompe, leur variation en glissement annuel est restée stable par rapport à celle de mars et ce, en l'absence d'indexation sur les cours internationaux. Toutefois, la soutenabilité de l'engagement de l'Etat en faveur du gel du mécanisme d'indexation constitue un facteur de risque potentiel, d'autant plus que les prix observés ont dépassé le seuil de 130 dollars, soit un doublement par rapport au niveau prévu par la loi des finances 2008.

5.2 Biens et services

La décomposition de l'inflation par nature de produits, biens et services, a fait apparaître que l'augmentation, en glissement annuel, des prix des biens transformés s'est poursuivie avec le même rythme que le mois précédent, soit 4,2%. Cette évolution recouvre des tendances divergentes avec, d'une part, une accélération des prix des rubriques « corps gras », « mobilier et accessoires fixes » et « matériel et articles de cuisine » et, d'autre part, une décélération des prix des « produits laitiers » et des « légumes en conserve ».

Par ailleurs, les prix des services hors transport privé ont enregistré pour le deuxième mois consécutif, un taux d'accroissement, en passant de 1,2% en mars à 1,4% en avril. Cette évolution est attribuable, essentiellement, à la hausse des prix des services « entretien et réparation » de la rubrique habitation (+3,4%), « soins et effets personnels » (+3,2%) et « restaurants, cafés et hôtels » (+2,2%) au lieu de (+2,3%), de (+2,9%) et de (+1,6%), respectivement.

Le redressement des prix des services a permis de réduire leur écart relatif par rapport aux biens transformés. Il était de l'ordre de 3,9 points de pourcentage en février avant de revenir à 3 points en mars puis à 2,8 points en avril 2008. Cet écart pourrait se rétrécir davantage vers la fin de l'année sous l'effet

Tableau 5.1 : L'inflation et ses composantes

	Variation mensuelle (%)			Glissement annuel (%)		
	fév. 08	mars 08	Avr. 08	fév. 08	mars 08	Avr. 08
Inflation globale	0,6	0,9	1,3	2,4	3,2	3,7
- Produits frais	-0,1	1,4	4,8	-1,3	-2,9	-1,7
- Transport privé	0,1	0,1	0,0	0,4	0,4	0,4
- Autres produits exclus de l'inflation sous-jacente	0,1	0,4	0,0	0,4	0,8	0,8
Inflation sous-jacente	0,8	0,9	0,3	3,0	4,7	4,8
dont :						
- Produits alimentaires de base	3,5	3,6	0,8	14,3	18,6	18,9
- Autres produits alimentaires	0,1	0,1	0,0	2,2	2,5	1,8
- Habillement	0,1	0,1	0,2	1,5	1,6	1,6
- Habitation	0,1	0,0	0,2	0,6	0,6	0,7
- Equipement	0,1	0,1	0,6	2,3	2,3	2,9
- Soins médicaux	0,0	0,0	0,0	0,4	0,4	0,4
- Transport en commun et communication	0,1	0,0	0,0	-6,4	1,9	1,9
- Loisirs et cultures	0,1	0,5	0,0	1,4	2,0	2,0
- Autres biens et services	0,3	0,6	0,3	1,7	2,2	2,4

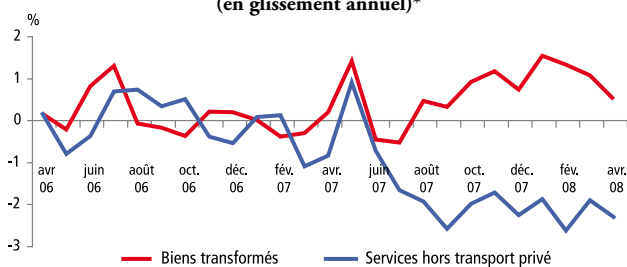
Sources : HCP et calculs BAM

Tableau 5.2 : Indices des prix des biens et services

	Evolution par trimestre en glissement annuel (%)				Evolution par mois en glissement annuel (%)		
	Trimestres 2007				Fév. 08	mars 08	avr. 08
	I	II	III	IV			
Biens transformés	2,4	1,9	2,3	2,6	3,7	4,2	4,2
Services hors transport privé	2,3	1,3	0,2	-0,3	-0,2	1,2	1,4

Source : Calculs BAM

Graphique 5.3 : Prix relatifs des biens transformés et des services hors transport privé par rapport à l'inflation (en glissement annuel)*



(*) Ecart entre les taux d'inflation des biens transformés et des services hors transport privé et le taux d'inflation global

des revalorisations salariales qui affectent davantage les prix des services que ceux des biens.

La contribution globale des biens transformés et non transformés à l'inflation globale en glissement annuel a été de l'ordre de 2,5 points en mars et de 2,9 points en avril. Pour leur part, les services, y compris le transport privé, ont contribué à l'inflation globale à hauteur de 0,6 point en mars et de 0,8 point en avril.

5.3 Biens échangeables et non échangeables

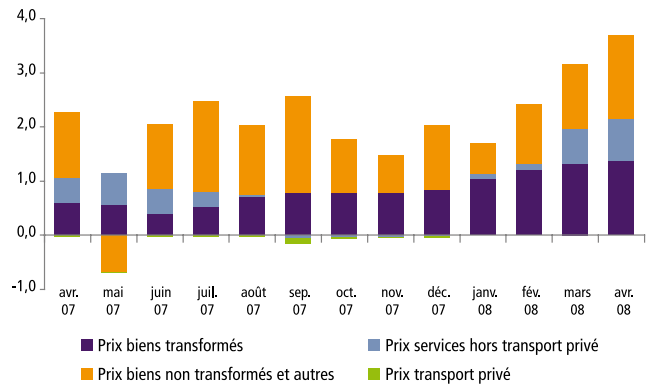
Les prix des biens échangeables ont poursuivi leur tendance haussière, mais avec un rythme relativement atténué. En effet, l'indice des prix des biens échangeables a progressé de 3,6% au lieu de 4,2%, contribuant ainsi à hauteur de 1,8 point de pourcentage à l'inflation globale. Cette évolution est consécutive, d'une part, à la forte baisse des prix des légumes frais et, d'autre part, au renchérissement des fruits frais et des produits alimentaires de base, les céréales, les produits laitiers et les corps gras en l'occurrence.

La hausse de l'inflation est tirée également par le secteur des biens non échangeables dont les prix ont augmenté de 2,5% au lieu de 1,6% le mois précédent, participant ainsi à hauteur de 1,9 point de pourcentage à l'inflation globale. A noter que depuis les quatre derniers mois, la hausse des prix dans le secteur des biens non échangeables a commencé à se diffuser à l'ensemble des prix à la consommation. Des augmentations notables ont concerné les rubriques « viandes », « entretien et réparations », « biens et services pour entretien maison », « soins et effets personnels » ainsi que la rubrique « restaurants, cafés et hôtels ».

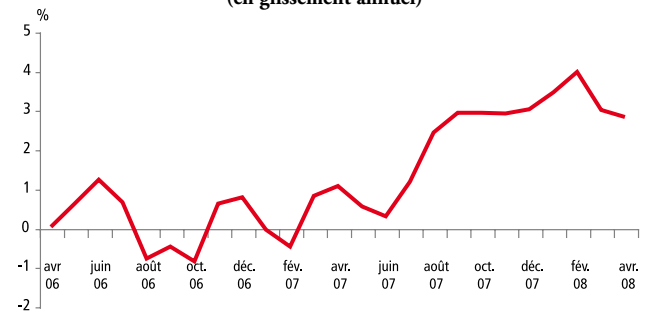
Ces développements récents de l'inflation montrent que le secteur des biens non échangeables commence à pâtir de la flambée des prix et suscite de ce fait certaines inquiétudes liées à la progression des prix des biens et des services d'origine locale.

Par ailleurs, le secteur des biens échangeables reste confronté aux risques entourant la conjoncture internationale du fait, principalement, des fortes tensions sur les cours du pétrole et des produits alimentaires de base.

Graphique 5.4 : Contributions des prix des biens et services à l'inflation (en glissement annuel)

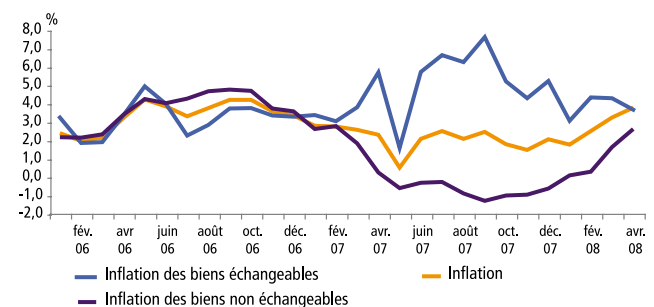


Graphique 5.5 : Ecart des taux d'inflation entre biens transformés et services hors transport privé (en glissement annuel)*

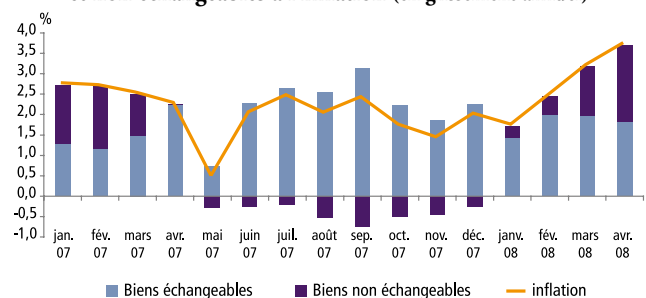


(*) Ecart entre le taux d'inflation des biens transformés et celui des services hors transport privé

Graphique 5.6 : Evolution des indices échangeables et des non échangeables (en glissement annuel)



Graphique 5.7 : Evolution des contributions des échangeables et non échangeables à l'inflation (en glissement annuel)



Encadré 5.1 La persistance de l'inflation au Maroc

La persistance de l'inflation est définie comme étant la vitesse à laquelle l'inflation converge vers sa moyenne de long terme après un choc exogène. Plus cette vitesse est élevée moins l'inflation est persistante et, donc, moins de temps s'écoulera avant que celle-ci rejoigne sa valeur d'équilibre de long terme. Dans un contexte de ciblage de l'inflation, cette notion de la persistance revêt une importance capitale pour la Banque centrale. En effet, la connaissance de ce délai permet à l'autorité monétaire d'évaluer la nature et l'ampleur de ses interventions suite à des chocs exogènes. Vis-à-vis des agents économiques, cela se traduit par le fait que les anticipations en matière d'inflation deviennent précises et les actions de la banque centrale en matière de politique monétaire plus crédibles.

Nous estimons le degré de la persistance de l'inflation pour six pays incluant le Maroc, sur la base de la méthodologie d'une approche non paramétrique développée par Marques (2004)* qui est assez répandue dans la littérature. Intuitivement, l'idée est la suivante : la persistance de l'inflation aura tendance à devenir faible aussi fréquemment qu'elle fluctue autour de sa moyenne de façon aléatoire. Une telle approche comprend deux avantages. Premièrement, cette mesure non paramétrique est robuste aux ruptures structurelles qui pourraient caractériser la série de l'inflation. Deuxièmement, elle permet de remédier aux éventuelles conséquences liées à la mauvaise spécification des modèles économétriques qui captent la dynamique de l'inflation dans le temps. Les résultats des estimations sont présentés dans le tableau ci-dessous à partir des données mensuelles sur l'inflation calculée en glissement annuel.

Tableau E 5.1 : Estimation de la persistance de l'inflation (1990:01 2008:04)

	Persistance de l'inflation	Statistique du Test N(0,1) [Valeur-P]	Délai moyen avant que l'inflation converge vers sa moyenne de long terme (en mois)
Maroc	0,8116	8,9661 [0,0000]	5,07
Egypte	0,8883	11,1477 [0,0000]	9,63
Tunisie	0,8738	10,7297 [0,0000]	8,57
Turquie	0,9078	11,7051 [0,0000]	9,82
Chine	0,9366	12,5019 [0,0000]	16,00
France	0,7961	8,5001 [0,0000]	4,82

Les résultats des estimations montrent que la persistance de l'inflation est statistiquement significative au seuil de 5% et ce pour l'ensemble des pays couverts par l'étude. Plus encore, on réalise que le degré de la persistance de l'inflation au Maroc est relativement modéré en comparaison avec les autres pays de notre échantillon, exception faite de la France. En effet, le délai moyen de retour de l'inflation vers sa moyenne de long terme après un choc exogène est presque une fois et demi plus élevé pour la Tunisie, deux fois pour la Turquie et l'Égypte et trois fois pour la Chine que dans le cas du Maroc. On notera que sur longue période, l'inflation au Maroc est demeurée relativement stable et moins élevée que dans les pays émergents. Sur quarante ans, elle est en fait très proche de la moyenne des pays industrialisés.

(*) Marques, C.R. (2004) « Inflation persistence: Facts, or Artefacts? » ECB Working paper series, no.371/June 2004.

5.4 Indice des prix à la production industrielle

En avril 2008, l'indice des prix des industries manufacturières, calculé sur la base des prix sortie usine hors taxes et subventions, a enregistré une hausse de 20,5%, après celle de 21,2% le mois précédent, sous l'effet du renchérissement des matières premières, sur les marchés internationaux, qui s'est diffusé progressivement aux coûts de production des différentes industries, les cours du pétrole et de la majorité des métaux ayant atteint leurs niveaux les plus élevés depuis le début des années 1980.

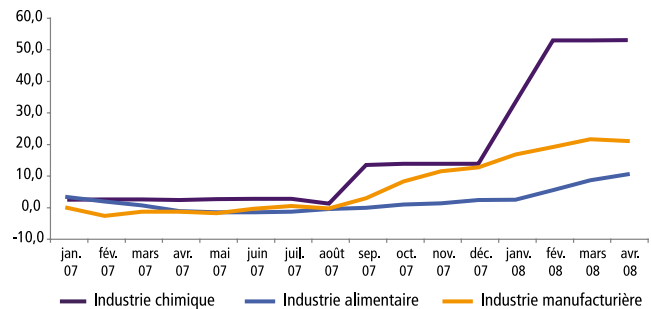
Dans ce contexte, la hausse de l'indice de la branche cokéfaction et raffinage s'est établie à 41,9% au lieu de 49,4% en mars, sous l'effet notamment de l'envolée des cours du baril de pétrole sur le marché international, contribuant ainsi à hauteur de plus de 10 points de pourcentage à l'accroissement de l'indice global. Les projections, qui se fondent généralement sur les cotations des matières premières sur les marchés à terme, semblent indiquer le caractère permanent du niveau actuellement élevé des cours du baril de pétrole.

Parallèlement, la hausse des prix des intrants chimiques et le renchérissement du pétrole depuis les dernier mois de l'année 2007, se sont sensiblement ressentis au niveau de la branche chimique dont les prix se sont accrus de 52,5% et ont contribué ainsi à hauteur d'environ 7 points de pourcentage à la hausse de l'indice de référence.

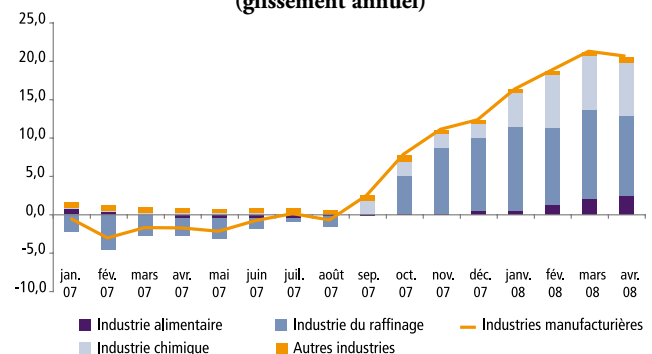
De même, alors qu'avant décembre 2007, la contribution des prix des industries alimentaires était négative ou faible, elle a eu tendance à croître sensiblement pour s'établir à environ 3 points de pourcentage en avril, l'indice de cette branche ayant augmenté de 10% au lieu de 8,1% le mois précédent.

Cette évolution a pour origine la flambée des cours mondiaux des produits agricoles de base qui a impacté à la hausse les prix sortie usine. Les développements récents que connaît le marché international des produits agricoles laissent prévoir une accalmie pendant le deuxième semestre de l'année 2008.

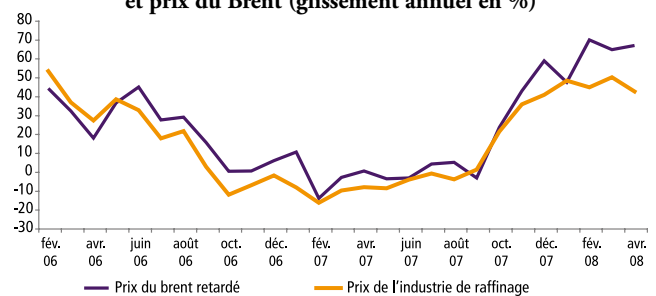
Graphique 5.8 : Evolution des indices des prix à la production industrielle (glissement annuel en %)



Graphique 5.9 : Contribution des principales rubriques à l'indice des prix à la production manufacturière (glissement annuel)



Graphique 5.10 : Indice de l'industrie de raffinage et prix du Brent (glissement annuel en %)



Sources : FMI, HCP

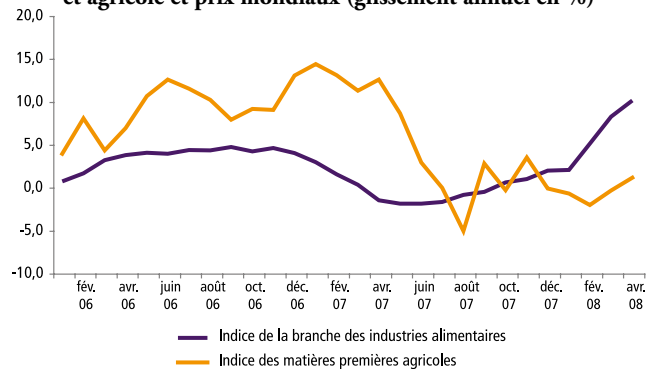
En outre, les coûts de production dans les branches métallurgie et travail des métaux ont connu des progressions respectives de 7,5% et de 8,7% contre 4,2% et 3,1%. L'évolution de ces indices a été principalement déterminée par la flambée des prix de l'aluminium et du cuivre. Certains autres métaux, tels que le zinc, ont enregistré des poussées des prix et ont ainsi contribué, bien que dans une moindre mesure, à l'envolée des prix de ces branches. Les cotations sur les marchés à terme de quelques métaux importants (aluminium, cuivre et zinc) laissent entrevoir un fort recul des prix à court terme. La contraction de la demande induite par les hausses des prix enregistrées et l'expansion de l'offre consécutive aux investissements pourront orienter les prix à la baisse.

Face au renchérissement des matières premières, les firmes commencent à s'adapter en répercutant ces augmentations sur les prix de vente des produits finis, au risque d'alimenter les tensions inflationnistes.

Il est à souligner que dans le secteur du textile, les firmes ont réduit de 0,7% leurs prix à la production sous l'effet de la forte concurrence des produits importés.

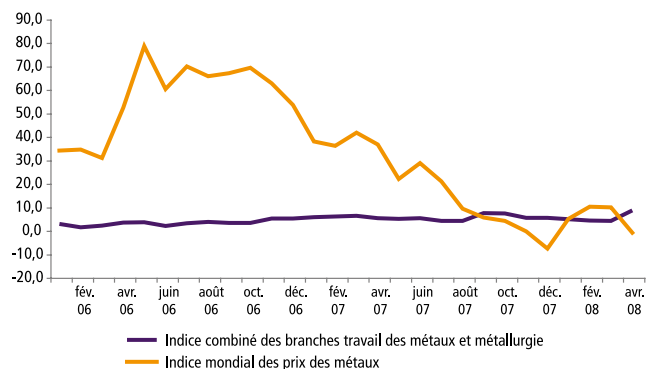
Confirmant la tendance actuelle des coûts de production industrielle, l'enquête mensuelle de conjoncture de Bank Al-Maghrib révèle que pour les mois à venir, selon les pronostics des industriels, les prix pourraient augmenter dans tous les secteurs d'activité industriels, à l'exception des industries chimiques et para chimiques où ils pourraient rester quasiment stables.

Graphique 5.11 : Indices des prix à la production alimentaire et agricole et prix mondiaux (glissement annuel en %)



Sources : FMI, HCP

Graphique 5.12 : Indices des prix à la production des métaux et prix mondiaux (glissement annuel en %)



Sources : FMI, HCP

6. PERSPECTIVES DE L'INFLATION

Cette section présente l'évolution de l'inflation jugée la plus probable (prévision centrale) au cours des quatre 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 un ensemble de variables affectant l'activité et l'inflation. Sous l'hypothèse de la non matérialisation des principaux facteurs de risque identifiés, l'inflation à l'horizon des quatre prochains trimestres se situerait en moyenne autour de 2,7%. Au terme de l'année 2008, l'inflation devrait atteindre 2,7%, niveau sensiblement supérieur à la prévision présentée dans le dernier Rapport sur la politique monétaire (2,2%). Pour le deuxième trimestre de l'année 2008, nous anticipons un taux d'inflation de l'ordre de 3,4%, essentiellement tiré par la hausse des prix des produits alimentaires. A partir du troisième trimestre de 2008, l'inflation devrait revenir à 2,5% et se stabiliser autour de ce niveau sur l'horizon de prévision. Comparé au précédent Rapport, la prévision d'inflation a été revue à la hausse. Les risques et l'incertitude entourant la prévision centrale de l'inflation restent toujours orientés à la hausse. Au plan externe, ces risques sont liés aux incertitudes accrues entourant l'évolution future des prix des hydrocarbures et de ceux des produits et matières premières agricoles. Au plan interne, ils sont liés aux incertitudes sur la viabilité du système actuel de compensation, notamment les subventions aux produits pétroliers, au rythme de croissance du crédit, ainsi qu'aux répercussions anticipées de la hausse du SMIG sur les salaires.

6.1 Hypothèses de Scénario de base

6.1.1 Environnement international

L'environnement international et ses perspectives se sont encore détériorés depuis le dernier Rapport sur la politique monétaire. Les nouvelles révisions à la baisse des prévisions de croissance des pays de l'OCDE, annoncées au début de ce mois, confirment le ralentissement de la croissance économique chez nos principaux partenaires de la Zone Euro. Compte tenu de la conjoncture économique actuelle, ce ralentissement de l'activité pourrait persister. Ainsi, la croissance moyenne de l'ensemble de nos partenaires commerciaux de la Zone Euro, par rapport à celles présentées dans le précédent Rapport sur la politique monétaire, devrait passer de 2,3% à 1,7% pour l'année 2008, pour s'établir à 1,4% à fin 2009. Plusieurs facteurs expliquent ce ralentissement : l'impact de la récente crise des marchés financiers, les prix élevés des matières premières, le durcissement des conditions de crédit suite aux difficultés des marchés immobiliers et enfin un niveau élevé de l'Euro qui pénalise les exportations européennes. Sur la base de ces évolutions, nous retenons pour hypothèse dans notre scénario central un taux de croissance des principaux pays partenaires (Allemagne, Espagne, France et Italie) de l'ordre 1,6% pour 2008 et de 1,3% pour 2009, niveaux inférieurs à ceux annoncés dans le Rapport sur la politique monétaire du mois de mars 2008. 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.

Les perspectives d'inflation dans la Zone Euro ont quant à elles été revues une nouvelle fois à la hausse du fait de la persistance du renchérissement des prix des produits de base et des hydrocarbures. Ainsi, la prévision d'inflation pour les 13 pays de la Zone Euro pour 2008 est passée de 2,9% à 3,4%, pour se résorber à 2,4% en 2009. Il apparaît dès lors que les diverses mesures de maîtrise des salaires, l'appréciation de la monnaie européenne et le durcissement des conditions de crédit ne permettront pas d'atténuer significativement les tensions inflationnistes nées des hausses des prix des produits pétroliers et alimentaires. Le statut-quo adopté par la BCE risque de ne plus être soutenable face aux perspectives inflationnistes pour l'année en cours. Pour cet exercice de prévision, nous supposons en conséquence dans notre scénario de base un relèvement du taux d'intérêt dans la zone Euro de 0,25% à l'horizon du troisième trimestre de l'année en cours en réponse aux risques potentiels susceptibles d'affecter la stabilité des prix.

Les pressions découlant des prix à l'import et des prix de l'énergie se sont accentuées. L'analyse de l'évolution des différents indices de valeurs unitaires à l'importation développés par Bank Al-Maghrib laisse entrevoir, pour l'année 2008, une accentuation du rythme de croissance des prix à l'importation à un niveau plus élevé que celui considéré dans le dernier Rapport sur la politique monétaire. Ainsi, l'ensemble des indices, à l'exception de celui se rapportant au sucre, reflètent la flambée des cours des matières premières. Toutefois, nous anticipons un reflux de

ces pressions à partir du deuxième semestre de l'année en cours.

6.1.2 Environnement national

La reprise de l'activité du secteur agricole serait, selon les estimations du Ministère de l'agriculture, moins marquée par rapport à ce qui a été anticipé dans le cadre des deux derniers Rapports sur la politique monétaire. Ainsi, la campagne céréalière 2007-2008 pourrait avoisiner les 50 millions de quintaux, un rendement inférieur au niveau jugé moyen de 60 millions de quintaux. La valeur ajoutée agricole enregistrerait en conséquence une progression de 10%, puis de 9,5%, au cours du premier et deuxième trimestre de l'année en cours. Cependant, l'augmentation de l'offre agricole n'est à ce stade pas encore suffisante afin de diminuer de manière significative nos importations en matières premières. Quant à la campagne agricole 2008-2009, le scénario retenu est celui d'une production céréalière moyenne de 60 millions de quintaux, correspondant à une hausse du PIB agricole d'environ 8%. L'output gap agricole resterait dans ces conditions négatif au cours du premier trimestre avant de devenir légèrement positif au cours des trois derniers trimestres de 2008. Finalement, nous prévoyons dans notre scénario central un maintien du dynamisme des secteurs non agricoles, sur une tendance identique à celle enregistrée au cours des derniers trimestres.

Les effets négatifs de la mauvaise campagne agricole de l'année 2007 continuent encore d'affecter le marché de l'emploi en milieu rural, avec une perte de 60.000 emplois enregistrée au cours du premier trimestre de l'année 2008. Cette contre-performance est toutefois atténuée par les créations d'emplois en milieu urbain, principalement du fait de la bonne tenue des secteurs du BTP et des services. Au niveau national, le taux de chômage s'est en conséquence réduit à 9,6%, contre 9,7% un trimestre auparavant. L'offre de travail sera quant à elle très certainement renforcée par la reprise du secteur agricole, laissant ainsi entrevoir de meilleures perspectives pour le restant de l'année 2008 et début 2009 (en ce qui concerne l'emploi rural). Concernant l'Indice Trimestriel des Salaires, calculé par le HCP, celui-ci indique une hausse des salaires réels de l'ordre de 1% au premier trimestre de cette année, après une baisse

sensible de 3,5% enregistrée au quatrième trimestre de l'année 2007. Les perspectives d'évolution tendent vers une appréciation conséquente du niveau des salaires, renforcées en cela par la décision du Gouvernement visant à augmenter le SMIG de 10%, en deux étapes étalées sur 2 ans. L'impact de cette réévaluation sur l'inflation ainsi que sur le niveau global des salaires est a priori significatif, tel que le démontre une étude sur le sujet dont les résultats sont présentés dans le cadre ce Rapport. Nous prenons donc comme hypothèse, pour l'actuel exercice de prévision, une hausse de 5% du SMIG intervenant en juillet de l'année en cours.

Les marchés pétroliers connaissent depuis la fin de l'été 2007 des tensions sans précédent, se traduisant par une envolée des cours du pétrole atteignant des niveaux record. Après avoir dépassé les 135\$ par baril au cours du mois de mai, les prix du baril semblent désormais durablement s'inscrire sur une courbe ascendante. Ce phénomène prend des proportions d'autant plus alarmantes que sa durée et son impact potentiel sur l'économie mondiale ne sont pour l'instant pas correctement appréhendés. Bien que certaines analyses suggèrent le caractère transitoire de la hausse actuelle, du fait de la cyclicité historique de la demande et de la crise financière qui a accentué la spéculation sur le marché des commodités, il existe néanmoins une réelle crainte quant à la persistance des tensions. Ainsi, une analyse de l'offre et de la demande mondiale en produits pétroliers sur les 6 dernières années met en exergue les lacunes structurelles du secteur ; la diminution constatée du taux d'accroissement de l'offre par rapport à celui de la demande, doublée d'une diminution graduelle des écarts entre la demande et l'offre conforte la thèse de l'urgence d'investissements supplémentaires dans le secteur pétrolier. La majeure partie des institutions internationales spécialisées ont en conséquence relevé leurs prévisions de prix, par rapport aux prévisions publiées en début d'année, n'anticipant plus cette fois une accalmie pour 2009 mais une poursuite du renchérissement des prix. Ainsi, le FMI table désormais sur un prix moyen du baril (panier) de l'ordre 112\$ pour 2008 et de 116,25\$ en 2009.

Au Maroc, le gel du mécanisme d'indexation a jusqu'à lors permis de préserver le marché local de l'effet de ces hausses sur les prix à la pompe.

Ainsi, les charges de compensation des produits pétroliers sont en forte croissance puisqu'elles ont crû de 21% en 2007 pour atteindre 10,3 milliards de DH, contre 12% en 2006. Dans le cadre de la loi de Finance de 2008, il est prévu d'y consacrer une enveloppe globale de 8,7 milliards de Dhs, hors arriérés, sur la base d'un scénario optimiste à 75\$ le baril, soit une hausse de 50% par rapport à la Loi de Finances de 2007. Le budget alloué à la compensation, pour la seule composante « produits pétroliers », a depuis été réévalué à 30 milliards de Dhs, niveau plus compatible avec les cours actuels du pétrole.

Le niveau de prix actuel sur le marché international, supérieur à 75\$, devrait donc conduire à une augmentation du prix domestique du gasoil, si le mécanisme d'indexation est pleinement appliqué. Nous anticipons toutefois le maintien du mécanisme d'indexation pour le reste de l'année en cours. La prévision centrale suppose une stagnation du prix du gasoil à la pompe en 2008 au niveau de 7,22 Dhs par litre.

6.2 Prévision d'inflation et balance des risques

Dans l'hypothèse de non matérialisation des principaux risques discutés ci-après, la prévision centrale à l'horizon des quatre prochains trimestres devrait très probablement s'établir à un niveau sensiblement supérieur à celui enregistré pour 2007, passant de 2,1% à 2,7%. Comparé aux prévisions présentées dans le cadre du dernier Rapport sur la politique monétaire, l'inflation moyenne pour les trois derniers trimestres de l'année en cours a été revue à la hausse de 2,1% à 2,7%, de même que la prévision annuelle pour 2008 qui a été relevée de 2,2% à 2,7%. Sur l'horizon de prévision, la prévision d'inflation a été revue à la hausse de 2,2% à 2,7%.

L'inflation devrait augmenter donc de manière significative au cours du trimestre courant pour atteindre 3,4%, essentiellement tirée par la poursuite du processus graduel de répercussion sur les consommateurs des variations des prix des principaux produits alimentaires. Pour les deux trimestres à venir de cette année, nous prévoyons un

taux d'inflation de l'ordre de 2,5% puis de 2,4%, qui s'explique essentiellement par l'atténuation des tensions induites par les prix mondiaux des produits alimentaires et par un effet de base favorable, le renchérissement de ces produits ayant commencé au troisième trimestre de l'année 2007. Ce taux devrait par la suite se maintenir, durant le premier trimestre de l'année 2009, au niveau de 2,4% (voir Tableau 6.1). Par rapport aux prévisions publiées dans le Rapport sur la politique monétaire en date de mars 2008, les prévisions d'inflation pour les trois trimestres restants de l'année en cours ont été revues à la hausse, respectivement de 2,3% à 3,4%, de 1,9% à 2,5% et enfin de 2,2% à 2,4%.

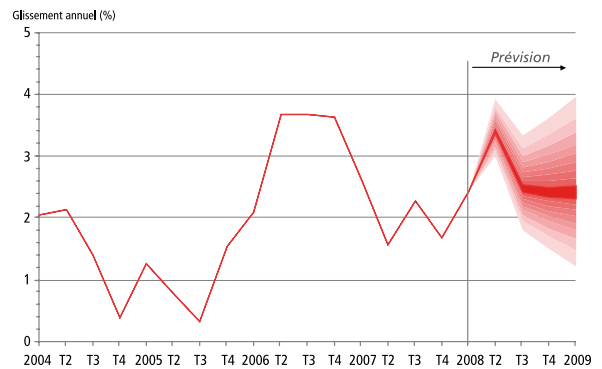
Tableau 6.1 : Prévision centrale de l'inflation

	2008		2009	Moyenne		
	2 ^{ème} trim	3 ^{ème} trim	4 ^{ème} trim	1 ^{er} trim	2008	Horizon de prévision
Prévision centrale	3,4	2,5	2,4	2,4	2,7	2,7

Ces prévisions sont développées en se basant sur des 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 projeté. L'analyse de la balance des risques permet de dégager une fourchette de prévision asymétrique représentée sous la forme d'un fan chart. Il s'agit d'une évaluation probabiliste des régions d'incertitudes qui entourent la prévision centrale (voir Graphique 6.1). Le fan chart de cet exercice de prévision laisse entrevoir une légère asymétrie vers le haut impliquant l'existence d'une probabilité de hausse de l'inflation, par rapport à la prévision centrale. Cette asymétrie découle, d'une part, des risques liés aux incertitudes entourant l'évolution de la conjoncture internationale (incertitude accrues entourant l'évolution future des prix des hydrocarbures, des prix des produits et matière premières agricoles, ainsi qu'une inflation plus élevée chez nos principaux partenaires commerciaux) et, d'autre part, des risques liés

à l'environnement national : incertitudes sur la viabilité du système actuel de compensation ; rythme de croissance rapide du crédit, ainsi que les répercussions escomptées de la hausse du SMIG sur l'inflation. La matérialisation d'un ou plusieurs de ces risques pourrait conduire à une inflation supérieure à la prévision centrale, avec une valeur comprise (avec une probabilité de 90%) dans la fourchette de prévision représentée sur le fan chart.

Graphique 6.1 : Prévision de l'inflation, 2008 T2 - 2009 T1
(Données trimestrielles)



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

بنك المغرب
بنك المغرب

Dépôt légal : 2007/0033

ISSN : *en cours*

BANK AL-MAGHRIB

Administration Centrale

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

Tél. : (212) 37 70 26 26

Fax : (212) 37 20 67 76

www.bkam.ma

بنك المغرب