



◆ **RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE** ◆

N° 05 / 2007

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 25 décembre 2007





Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 25 décembre 2007

بنك المغرب

بنك المغرب
بنك المغرب

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

BAM	:	Bank Al-Maghrib
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
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
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	7
Aperçu général	9
1. Orientation de la demande globale.....	11
1.1 La production	11
1.2 La consommation	13
1.3 L'investissement.....	13
1.4 Le commerce extérieur	14
2. Pressions sur les capacités de production	16
2.1 Tensions sur les capacités.....	16
2.2 Tensions sur le marché du travail	17
3. Prix à l'importation	19
3.1 L'inflation dans le monde	19
3.2 Prix du pétrole	19
3.3 Prix à l'importation	20
4. Conditions monétaires et prix des actifs	21
4.1 Conditions monétaires	21
4.2 Prix des actifs	28
5. Evolution récente de l'inflation	30
6. Perspectives de l'inflation pour 2007	33
6.1 Hypothèses de Scénario de base	33
6.2 Prévision d'inflation et balance des risques	35

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1 : Evolution trimestrielle du PIB global, agricole et non agricole	12
Graphique 1.2 : Evolution des taux de croissance du PIB et de la valeur ajoutée agricole	12
Graphique 1.3 : Evolution trimestrielle en glissement annuel des taux de croissance du PIB courant et de la consommation finale des ménages	13
Graphique 1.4 : Evolution trimestrielle en glissement annuel des taux de croissance du PIB courant et de la formation brute de capital fixe	14
Graphique 1.5 : Evolution annuelle de la FBCF par secteur	14
Graphique 2.1 : Croissance du PIB non agricole	16
Graphique 2.2 : Output gap non agricole et inflation sous-jacente	16
Graphique 2.3 : Inflation sous-jacente et Output gap global retardé	16
Graphique 2.4 : Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie	17
Graphique 2.5 : Productivité apparente du travail	17
Graphique 2.6 : Indice des Salaires Moyens dans le secteur privé en termes nominal et réel	18
Graphique 2.7 : SMIG trimestriel en termes nominal et réel	18
Graphique 3.1 : Cours mondial du pétrole et prix à la pompe au Maroc	19
Graphique 3.2 : Prix du carburant à la pompe et prix du transport	19
Graphique 3.3 : Indices des Prix des métaux et des matières premières hors énergie	20
Graphique 3.4 : Indices des Prix des matières premières alimentaires et du blé sur le marché international	20
Graphique 4.1 : Evolution de la position de liquidité	21
Graphique 4.2 : Position de Liquidité et Taux Moyen Pondéré du Marché Monétaire Interbancaire	22
Graphique 4.3 : Augmentations des Réserves Obligatoires	22
Graphique 4.4 : Evolution de l'effet des Facteurs de Liquidité	22
Graphique 4.5 : Interventions de Bank Al-Maghrib sur le Marché Monétaire	23
Graphique 4.6 : Evolution de la moyenne et de l'écart-type du taux moyen pondéré du marché interbancaire	23
Graphique 4.7 : Evolution des taux à court terme	23
Graphique 4.8 : Taux des bons du Trésor sur le marché secondaire	24
Graphique 4.9 : Evolution de M3 et ses composantes	25
Graphique 4.10 : Croissance monétaire excédentaire et inflation en moyenne mobile de quatre trimestres	26
Graphique 4.11 : Monnaie scripturale et volume des transactions sur le marché boursier	26
Graphique 4.12 : Croissance annuelle du crédit bancaire	26
Graphique 4.13 : Contribution des agents non financiers à la croissance annuelle des crédits immobiliers	26
Graphique 4.14 : Contribution des MRE à la croissance annuelle des dépôts rémunérés et des prêts immobiliers	27
Graphique 4.15 : Croissance annuelle des principales catégories du crédit bancaire	27
Graphique 4.16 : Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets	27
Graphique 4.17 : Evolution trimestrielle des créances nettes sur l'Etat	27
Graphique 4.18 : Contribution des sources de création à la croissance annuelle de M3	28

Graphique 4.18 : Contribution des sources de création à la croissance annuelle de M3	28
Graphique 4.19 : Taux de change bilatéral du dirham	28
Graphique 4.20 : Taux de change effectif.....	28
Graphique 4.21 : Indices Masi	29
Graphique 5.1 : l'inflation et l'inflation sous-jacente	30
Graphique 5.2 : Contributions des principales composantes de l'ICV à l'inflation.....	31
Graphique 6.1 : Projections de l'ICV 2007 T4 - 2008 T3	36

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1 : Evolution du PIB trimestriel aux prix chaînés de 1998 par grande branche d'activité	11
Tableau 1.2 : Evolution trimestrielle des éléments de la demande intérieure	13
Tableau 2.1 Indicateurs du marché du travail	17
Tableau 3.1 : Evolution récente de l'inflation dans le monde	19
Tableau 3.2 : Prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur.....	20
Tableau 4.1 : Taux des émissions des bons du Trésor à court terme	24
Tableau 4.2 : Taux des émissions des bons du Trésor à moyen et long termes.....	24
Tableau 4.3 : Taux créditeurs	24
Tableau 4.4 : Taux débiteurs.....	25
Tableau 4.5 : Croissance de la monnaie et du PIB non agricole	25
Tableau 4.6 : Variations des dépôts bancaires des agents non financiers	25
Tableau 5.1 : Inflation et inflation sous-jacente.....	30
Tableau 6.1 : Prévision de l'inflation pour l'année 2007-2008	36

COMMUNIQUE DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu sa réunion trimestrielle le 25 décembre 2007.
2. Au cours de cette réunion, le Conseil a examiné l'évolution récente de la situation économique, monétaire et financière et les prévisions établies par les services de la Banque dans le cadre du Rapport sur la politique monétaire du dernier trimestre 2007.
3. Les données disponibles montrent que la hausse de l'indice du coût de la vie s'est établie en glissement annuel à 1,4% en novembre 2007 au lieu de 3,5% un an auparavant, tandis que l'inflation sous-jacente est revenue de 2,8% à 1,9%. Pour l'ensemble de l'année 2007, les données estimées confirment les prévisions du Rapport sur la politique monétaire de septembre et laissent entrevoir un maintien de la trajectoire de l'inflation autour de 2%. L'inflation devrait ainsi atteindre 2,1% en 2007, au lieu de 3,3% en 2006.
4. L'inflation à l'horizon du troisième trimestre 2008 resterait en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, avec une prévision moyenne de l'ordre de 2,3%, et ce, dans l'hypothèse de la non matérialisation d'un ou plusieurs facteurs de risque.
5. Les risques majeurs relatifs à l'évolution future de l'inflation sont toujours orientés à la hausse. Les principales incertitudes entourant ces prévisions sont liées aux prix des hydrocarbures et des produits et des matières premières agricoles importés, aux perspectives d'évolution de la production et des revenus, et aussi, à la poursuite de la progression rapide de l'agrégat M3 et du crédit bancaire. Par ailleurs, l'environnement international, potentiellement instable, demeure également un facteur de risques eu égard à la volatilité des marchés monétaires et des changes, dans un contexte marqué par la persistance de la crise sur le marché des crédits hypothécaires, ainsi que la récente accentuation des tensions inflationnistes et le ralentissement de la croissance dans les pays de l'OCDE.
6. Le Conseil a noté que, si le taux interbancaire a connu des pressions à la hausse liées en particulier aux opérations sur le marché des changes au début du quatrième trimestre, le relèvement du niveau des interventions de Bank Al-Maghrib depuis plusieurs semaines a permis de ramener ce taux à un niveau proche du taux directeur.
7. Dans ce contexte, le Conseil a décidé de maintenir le taux directeur à 3,25%. Par ailleurs, compte tenu de l'évolution récente du marché monétaire, marqué, depuis février dernier, par le passage d'une situation de surliquidité et d'opérations de reprises par Bank Al-Maghrib à un niveau de plus en plus élevé d'injections de monnaie banque centrale, le Conseil a également décidé de ramener, à compter du 1er janvier 2008, le taux de la réserve obligatoire de 16,5 % à 15 %.
8. Compte tenu de l'ensemble de ces données, Bank Al-Maghrib continuera à rester très vigilante sur les évolutions des facteurs sous-jacents aux risques sur l'inflation.

9. Le Conseil a également examiné les projections budgétaires triennales et approuvé le budget pour l'exercice 2008.

10. Le Conseil a arrêté le calendrier de ses réunions pour l'année 2008 comme suit :

- 25 mars 2008
- 17 juin 2008
- 23 septembre 2008
- 23 décembre 2008

Rabat, le 25 décembre 2007

APERÇU GÉNÉRAL

L'évolution des indices des prix, à fin novembre, indique un ralentissement de l'inflation comparativement à la même période de l'année précédente. Ainsi, la hausse de l'indice du coût de la vie s'est établie en glissement annuel à 1,4% au lieu de 3,5% en novembre 2006, tandis que l'inflation sous-jacente est revenue de 2,8% à 1,9%. Les données estimées pour l'ensemble de l'année 2007 confirment les prévisions du Rapport de septembre. L'inflation devrait ainsi atteindre 2,1%, au lieu de 3,3% en 2006.

Après une décélération de la croissance en 2007, estimée à 2,3%, les pressions sur la demande devraient rester modérées en 2008. Le scénario retenu est basé sur une production céréalière moyenne de 60 millions de quintaux. L'output gap agricole resterait dans ces conditions négatif au cours des deux premiers trimestres avant de devenir positif au cours des deux derniers trimestres de 2008. Compte tenu des performances des activités non agricoles qui se poursuivraient sur la tendance de 2007, l'output gap global serait très légèrement positif en 2008.

S'agissant des prix à l'importation, dans un contexte marqué par une relative accélération de l'inflation mondiale, les tensions sur les prix hors énergie restent relativement modérées. Après une hausse annuelle de 7% en 2007, l'augmentation des prix à l'importation hors énergie devrait refluer en 2008 pour s'établir à 4%. Elle est essentiellement tirée par les prix des produits et des matières premières agricoles.

Pour ce qui est des données monétaires, le rythme de progression de la masse monétaire demeure élevé, atteignant 18,9% en glissement annuel à fin octobre au lieu de 14,9% un an auparavant. L'ampleur de la création monétaire additionnelle est un facteur de risque, suivi de près par la Banque centrale, d'autant plus qu'elle est liée à la vive expansion de l'ensemble des catégories du crédit, notamment les prêts immobiliers.

Les principaux risques entourant l'évolution future de l'inflation sont toutefois toujours orientés à la hausse. Le fan chart des prévisions laisse en effet entrevoir une légère asymétrie vers le haut. Au plan externe, ces risques sont liés aux incertitudes accrues entourant l'évolution future des prix des hydrocarbures et de ceux des produits et des matières premières agricoles. Ils tiennent également à l'impact du ralentissement de l'activité économique chez nos principaux pays partenaires, affectée notamment par la crise sur le marché des crédits hypothécaires à haut risque. Au plan interne, ils sont liés à l'évolution rapide de l'agrégat M3 et du crédit bancaire et surtout, aux incertitudes sur l'application du mécanisme d'indexation des prix des produits pétroliers.

Dans l'hypothèse de la non matérialisation des principaux facteurs de risque, l'inflation à l'horizon des quatre prochains trimestres (du quatrième trimestre 2007 au troisième trimestre 2008) resterait en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, avec une prévision moyenne de l'ordre de 2,3%. Pour l'inflation sous-jacente, les prévisions laissent entrevoir un taux annuel inférieur à 2%.

بنك المغرب
بنك المغرب

1. ORIENTATION DE LA DEMANDE GLOBALE

L'activité économique, soutenue par le renforcement de l'investissement, s'est relativement améliorée au cours du second semestre de l'année 2007, malgré un environnement international peu favorable caractérisé par la flambée des prix des matières premières, la hausse des prix du pétrole ainsi que le ralentissement de la croissance de nos principaux partenaires commerciaux. Dans ce contexte, le taux de croissance aurait marqué une progression en glissement annuel de l'ordre de 2,1%. Le rythme de croissance du PIB devrait s'accélérer au cours du quatrième trimestre 2007 pour atteindre 3,6%. Cette progression serait attribuable à l'évolution soutenue du secteur secondaire, tirée par le dynamisme du secteur des BTP, ainsi qu'à l'amélioration des activités tertiaires.

1.1 Production

Dans un contexte international peu favorable, la croissance de l'activité économique se situerait autour de 2,1% au cours du troisième trimestre 2007. Cette tendance devrait s'accélérer durant le quatrième trimestre, le taux devant atteindre 3,6%.

Pâtissant des conditions climatiques peu propices, la valeur ajoutée de la branche de l'agriculture aurait enregistré une baisse de 17,5% durant le troisième trimestre 2007. Ce repli est accentué par la contraction de la production animale en raison de la raréfaction des aliments de bétail. Toutefois, compte tenu de conditions climatiques plus favorables au cours du quatrième trimestre 2007, le PIB agricole devrait enregistrer une baisse plus modérée, de l'ordre de 8%.

Le PIB non agricole devrait consolider les bonnes performances réalisées durant le premier semestre 2007. Ce dynamisme se poursuivrait durant les troisième et quatrième trimestres 2007, avec une progression de l'ordre de 5,8%.

Après une progression de 2% au troisième trimestre 2007, en raison de la contraction de la demande étrangère, la valeur ajoutée de l'industrie extractive devrait évoluer à un rythme plus accéléré se situant autour de 3,5% en glissement annuel au quatrième trimestre.

Parallèlement, la valeur ajoutée de la branche 'Electricité et eau' s'accroîtrait en glissement annuel de 7,7% et 3% respectivement durant les troisième et quatrième trimestres 2007.

L'activité industrielle hors raffinage de pétrole devrait, au cours des troisième et quatrième trimestres 2007, consolider ses performances, avec une hausse respective de 3,9% et 5,1%. En outre, les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib font ressortir un taux moyen d'utilisation

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

Branches	2007 (*)				
	T I	T II	T III	T IV(p)	Moyenne
Agriculture	-18,0	-20,9	-17,5	-8,0	-16,2
PIB non agricole (**)	5,5	6,2	5,8	5,8	5,9
Pêche	-5,0	6,7	-4,6	2,5	-0,2
Industrie d'extraction	5,3	6,9	2,0	3,5	4,4
Industrie (hors raffinage de pétrole)	4,1	4,7	3,9	5,1	4,5
Raffinage de pétrole et autres produits d'énergie	-11,6	2,9	4,3	2,5	-0,7
Electricité et eau	6,2	3,9	7,7	3,0	5,2
Bâtiment et travaux publics	9,3	12,0	9,8	10,5	10,4
Commerce	4,6	4,8	5,3	5,5	5,0
Hôtels et restaurants	8,1	3,0	5,8	3,5	5,1
Transports	4,4	4,1	4,0	4,5	4,2
Postes et télécommunications	6,5	9,5	12,2	7,0	8,8
Activités financières et assurances	13,0	13,9	14,1	12,0	13,2
Services rendus aux entreprises et services personnels	5,3	5,8	6,4	4,0	5,4
Administration publique générale et sécurité sociale	2,5	3,3	3,7	3,5	3,2
Education, santé et action sociale	3,8	4,4	4,4	4,7	4,3
Impôts sur les produits nets des subventions	10,5	10,8	6,7	10,7	9,7
Produit intérieur brut	1,9	1,7	2,1	3,6	2,3

Sources : INAC, et calculs BAM.

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

(**) Y compris la pêche et les impôts sur les produits nets des subventions.

des capacités de production de l'ordre de 77% au mois d'octobre. Par ailleurs, les commandes globales reçues ont augmenté et les perspectives pour les trois prochains mois sont favorables, notamment pour les industries électriques, électroniques et les industries du textile et du cuir.

Sous l'effet d'un raffermissement des commandes extérieures adressées aux industries de l'automobile, de l'électronique et de la métallurgie, le rythme de croissance des IMME devrait être soutenu. De même, les industries de la chimie et de la parachimie devraient profiter du renforcement des ventes extérieures d'engrais, pesticides et fertilisants.

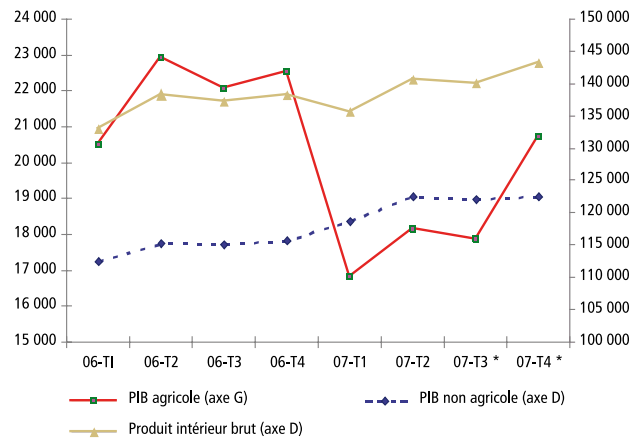
La production de ciment devrait consolider sa progression à la faveur du dynamisme du secteur des BTP. Bénéficiant de l'extension des infrastructures de base, de la construction de villes nouvelles, du programme de lutte contre l'habitat insalubre et de la progression soutenue de la demande en logements neufs, les perspectives du secteur du BTP demeurent favorables pour les troisième et quatrième trimestres 2007 avec des progressions de l'ordre de 9,8% et 10,5% respectivement.

S'agissant des services, les arrivées de touristes ont augmenté de 14% pour atteindre 6,3 millions de touristes dont 2,9 millions sont des marocains résidents à l'étranger, alors que les nuitées dans les établissements d'hébergement classés ont connu une hausse de 4%. Ces progressions expliquent, en partie, l'accroissement de 5,8%, en glissement annuel, au troisième trimestre de la valeur ajoutée de l'hôtellerie et restauration qui devrait enregistrer une hausse de l'ordre de 3,5% au cours du quatrième trimestre 2007.

Sous l'effet notamment de l'amélioration du transport aérien, en augmentation de 11,4% au troisième trimestre 2007, le secteur des transports devrait maintenir son trend haussier, le rythme de croissance passant de 4% au troisième trimestre à 4,5% au quatrième trimestre. De même, la valeur ajoutée de la branche des postes et télécommunications devrait progresser en glissement annuel de 12,2% au troisième trimestre et de 7% au cours du quatrième trimestre 2007.

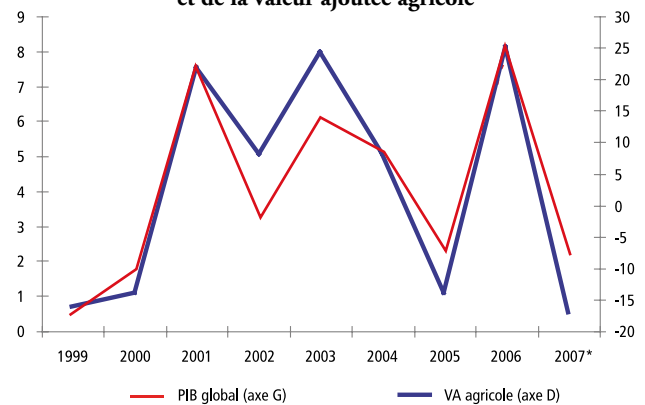
Sous l'hypothèse d'une campagne agricole 2007-2008 plus favorable et du dynamisme des activités secondaires et tertiaires, le PIB global devrait enregistrer une hausse de l'ordre de 3,6% au quatrième trimestre 2007, ce qui porterait le taux de croissance annuelle à près de 2,3%.

Graphique 1.1 : Evolution trimestrielle du PIB global, agricole et non agricole



Source : HCP et calculs de BAM.

Graphique 1.2 : Evolution des taux de croissance du PIB et de la valeur ajoutée agricole



Source : HCP et calculs de BAM.

1.2 Consommation

La consommation finale nationale devrait augmenter en glissement annuel de 4,8% et 5,3% respectivement durant les troisième et quatrième trimestres 2007.

En liaison avec la baisse de la production locale, les importations de produits alimentaires ont marqué, à fin octobre, une expansion de 61,9%. En particulier les approvisionnements en céréales ont plus que doublé en valeur.

La consommation finale des ménages au cours des troisième et quatrième trimestres 2007 serait marquée par une décélération qui augmenterait respectivement de 3,7% et 4,4% au lieu de 8,1% et 7,3%.

Pour l'ensemble de l'année 2007, la consommation finale des ménages devrait connaître une progression de l'ordre de 4% en dépit de la modération des revenus en milieu rural (production céréalière estimée à 23,5 millions de quintaux). Elle serait soutenue principalement par l'amélioration du marché de l'emploi (légère baisse du taux de chômage au troisième trimestre 2007), l'augmentation des transferts des MRE, la maîtrise de l'inflation et l'augmentation de 42,8% des crédits à la consommation à fin octobre 2007.

La consommation finale des administrations publiques, quant à elle, a enregistré une progression de l'ordre de 8% durant le premier semestre 2007, en liaison avec l'augmentation de 18% des dépenses de fonctionnement. Ce rythme devrait se maintenir durant les deux derniers trimestres de l'année 2007, s'établissant respectivement à 8,2% et à 7,9%.

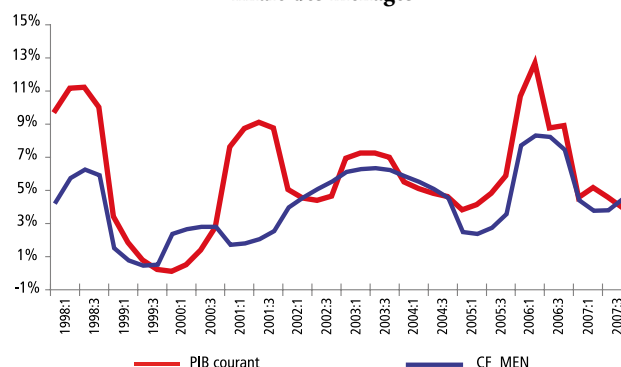
1.3 Investissement

A la faveur des projets d'infrastructure en chantier, de la détente des taux d'intérêt et de l'amélioration du climat des affaires, l'investissement est demeuré soutenu.

La formation brute de capital fixe devrait augmenter, en glissement annuel, respectivement de 10,3% et de 10,5% durant les troisième et quatrième trimestres 2007.

Pour l'ensemble de l'année 2007, la formation brute de capital fixe enregistrerait une progression de 10,5%. Cette expansion s'explique, en partie, par l'essor de l'investissement en BTP qui bénéficie des grands projets d'infrastructure, du repli des taux

Graphique 1.3 : Evolution trimestrielle en glissement annuel des taux de croissance du PIB courant et de la consommation finale des ménages



Sources : HCP, et calculs BAM

Tableau 1.2 : Evolution trimestrielle des éléments de la demande intérieure

	2006		2007(E)			
	III	IV	I	II	III	IV
Consommation finale nationale	7,2	6,7	5,1	4,8	4,8	5,3
Ménages résidents	8,1	7,3	4,3	3,7	3,7	4,4
Administrations Publiques	4,5	4,9	7,8	8,1	8,2	7,9
FBCF	10,7	10,2	10,8	10,4	10,3	10,5

Sources : HCP, et calculs BAM.

sur les crédits immobiliers et de la forte demande en logements. Cette évolution est confirmée par l'augmentation de 22,2% des crédits immobiliers à fin octobre 2007 en glissement annuel.

Le dynamisme de l'investissement est également reflété par l'augmentation de 18,2% des importations de produits finis d'équipement ainsi que la progression de 36,4% à fin octobre 2007 des crédits à l'équipement. En outre, les recettes au titre des investissements et prêts privés étrangers ont atteint 26,1 milliards de dirhams marquant une augmentation de 8,4%.

Quant au nombre de certificats négatifs délivrés par l'OMPIC, il a enregistré une hausse de 19%, à fin septembre 2007. Les projets de création d'entreprises concernent en grande partie les secteurs des services, du commerce, du BTP et de l'industrie.

Par ailleurs, la Commission des investissements a approuvé entre janvier et novembre 2007, 76 projets d'investissement portant sur un montant global de l'ordre de 68 milliards de dirhams et permettant la création de près de 43 000 emplois.

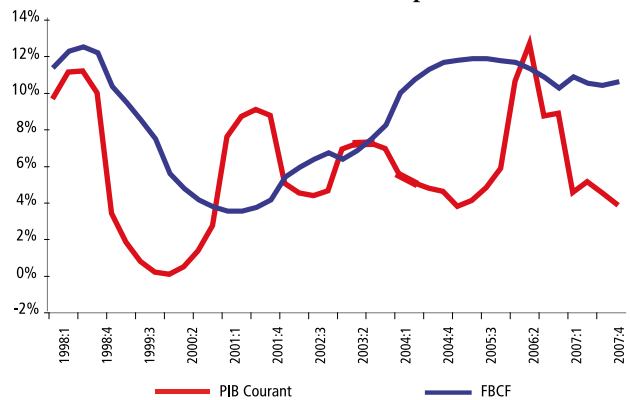
1.4 Commerce extérieur

Le tassement de la demande étrangère adressée au Maroc, dans un contexte de ralentissement du rythme d'évolution du commerce mondial et de la croissance dans la zone euro depuis le début de 2007, s'est traduit par une hausse modérée des exportations qui ont progressé de 2,3% au troisième trimestre en glissement annuel. Parallèlement, les importations ont enregistré une augmentation de 17,6%, du fait notamment de la hausse des cours des matières premières industrielles et de certains produits alimentaires, principalement le blé, le maïs et le lait. Cette évolution s'est traduite par le creusement de 32,1% du déficit commercial et par un recul du taux de couverture revenu, en un an, de 48,8% à 42,4%.

L'accroissement des exportations recouvre une hausse de 25,6% des ventes du groupe OCP, notamment sous l'effet de la fermeté des cours sur le marché mondial, et une diminution des autres exportations aussi bien en volume qu'en valeur.

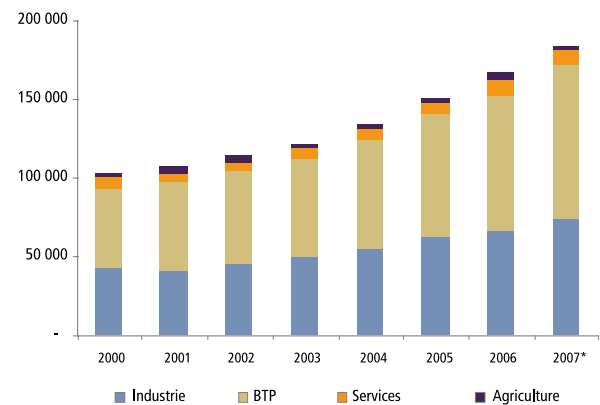
La hausse des importations au troisième trimestre 2007 est imputable à l'accroissement des achats de produits alimentaires, en liaison avec la baisse de l'offre domestique. De même, les importations de biens d'équipement et de consommation ont marqué

Graphique 1.4 : Evolution trimestrielle en glissement annuel des taux de croissance du PIB courant et de la formation brute de capital fixe



Sources : HCP, calculs de BAM

Graphique 1.5 : Evolution annuelle de la FBCF par secteur (en millions de DH)



Sources : HCP, calculs de BAM

des progressions soutenues. La facture énergétique a, également, connu une hausse, en relation avec le renforcement des acquisitions des produits pétroliers raffinés.

2. PRESSIONS SUR LES CAPACITÉS DE PRODUCTION

Les estimations de Bank Al-Maghrib montrent que le PIB global est demeuré en dessous de son niveau potentiel au cours des deuxième et troisième trimestres 2007. En revanche, pour l'output gap non agricole, elles ont dégagé des valeurs positives supérieures à celles enregistrées pendant les mêmes périodes de l'année 2006. En outre, le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur industriel a entamé une tendance haussière à partir du mois de septembre, ce qui pourrait impacter, à la hausse l'évolution des prix des produits industriels. Dans l'ensemble, l'évolution de ces indicateurs laisse entrevoir au cours des prochains trimestres des pressions sur les prix qui seraient, toutefois, atténuées par la décélération du coût unitaire du travail, compte tenu de la stabilité du salaire minimum légal et du ralentissement de l'indice des salaires.

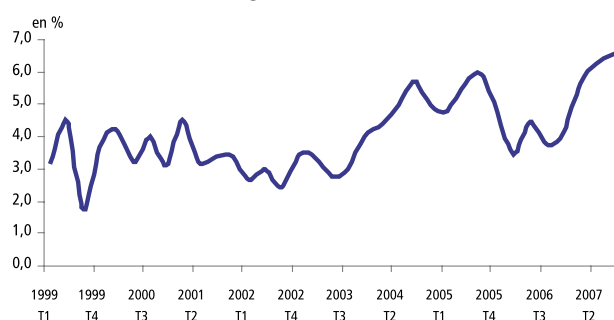
2.1 Tensions sur les capacités

Compte tenu du rythme de la croissance économique, évaluée à 1,7% au deuxième trimestre au lieu de 7,9% en 2006, le PIB global est demeuré en dessous de son niveau potentiel. En effet, l'output gap global, selon les estimations de Bank Al-Maghrib, s'est établi à -1,8% au deuxième trimestre. De même, le PIB global augmenterait de 2,1% au troisième trimestre ce qui maintiendrait l'output gap global quasiment au même niveau qu'au deuxième trimestre (-1,7%).

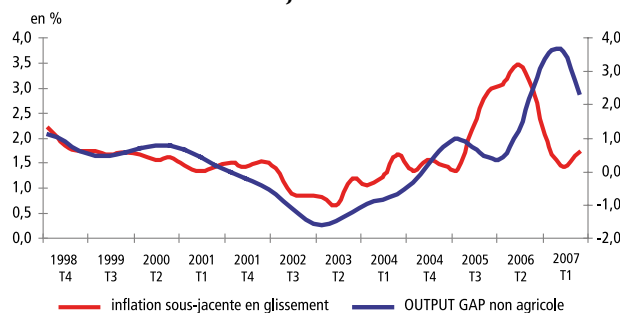
En revanche, la hausse du PIB hors agriculture et pêche s'est accélérée pour s'établir à 6,2% durant le deuxième trimestre 2007, au lieu de 4,4% durant la même période de l'année 2006. Cette tendance haussière pourrait se poursuivre au troisième trimestre avec un taux de croissance qui atteindrait 6,5%. De ce fait, l'output gap non agricole du deuxième trimestre 2007 a été estimé à 3,2%, soit 2,7 points de plus que le deuxième trimestre de l'année dernière. Pour le troisième trimestre 2007, l'output gap non agricole se situerait à 2,3%, soit au-dessus du taux de 1,2% enregistré une année auparavant. Cette augmentation de l'output gap non agricole laisse entrevoir des pressions sur les prix au cours des deux prochains trimestres.

Selon les derniers résultats disponibles de l'enquête mensuelle de conjoncture de Bank Al-Maghrib, le TUC industriel, après avoir enregistré une baisse saisonnière en août due à la période des congés, a entamé une phase d'accélération durant les mois de septembre et d'octobre où il a atteint 73% et 77% respectivement. Cette évolution a concerné toutes les branches industrielles couvertes par l'enquête. Les taux les plus importants ont été enregistrés au niveau de l'industrie électrique et électronique (82%), de l'industrie chimique et para-chimique (80%) et du textile et cuir (74%). Compte tenu du niveau des stocks normal, toute demande supplémentaire risque d'exercer des pressions à la hausse sur les

Graphique 2.1 : Croissance du PIB non agricole en glissement annuel

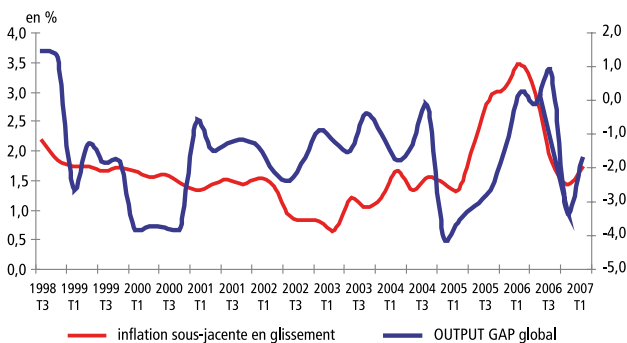


Graphique 2.2 : Output gap non agricole et inflation sous-jacente



Source : HCP, estimations Bank Al-Maghrib

Graphique 2.3 : Inflation sous-jacente et Output gap global retardé



Source : HCP, estimations Bank Al-Maghrib

prix des produits finis industriels durant le prochain trimestre.

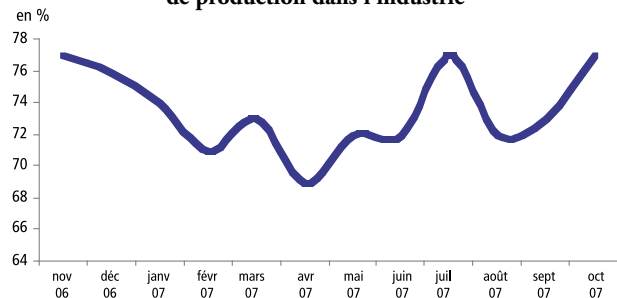
La productivité apparente du travail dans les activités non agricoles a poursuivi sa tendance à la hausse durant les deuxième et troisième trimestres de l'année 2007, sous l'effet d'une croissance du PIB non agricole qui a été plus rapide que celle de l'emploi urbain.

2.2 Tensions sur le marché du travail

Au troisième trimestre de l'année 2007, le marché du travail a été caractérisé par une création nette d'emplois qui a atteint 111.000 postes contre 221.000 emplois durant la même période de l'année précédente. Cette contre-performance a été observée essentiellement en milieu urbain (de 161.000 postes en 2006 à 48.000 postes en 2007), tandis que les créations nettes en milieu rural ont connu une très légère hausse en passant de 60.000 à 63.000 postes, les pertes d'emplois dans l'agriculture ayant été compensées par les créations de postes dans les activités non agricoles en milieu rural. Au niveau sectoriel, seule l'agriculture a subi une perte d'emploi, estimée à 20.000 consécutivement à la mauvaise campagne agricole. En revanche, tous les secteurs ont connu des créations nettes, 132.000 au total, dont 65.000 postes dans le secteur des services, 41.000 dans l'industrie et 26.000 dans le BTP.

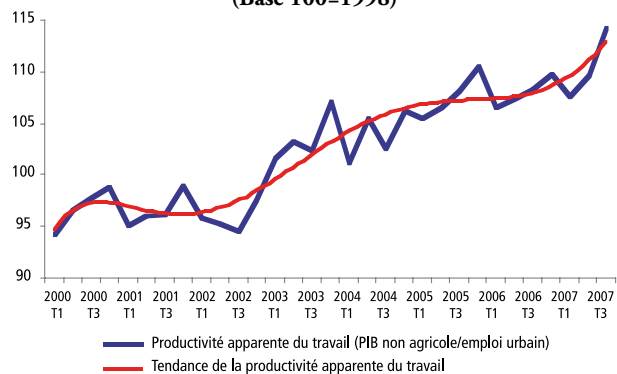
Compte tenu de la baisse du taux d'activité, surtout en milieu urbain, le taux de chômage national est revenu de 10,1% à 9,9% entre les troisième trimestres 2006 et 2007. Cette évolution recouvre un recul du taux de chômage en milieu rural (de 3,9% à 3,5%) et une quasi-stagnation, à un niveau toujours élevé, en milieu urbain (de 16% à 15,9%).

Graphique 2.4 : Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie



Source : BAM

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



Source : HCP, estimations Bank Al-Maghrib

Tableau 2.1 Indicateurs du marché du travail

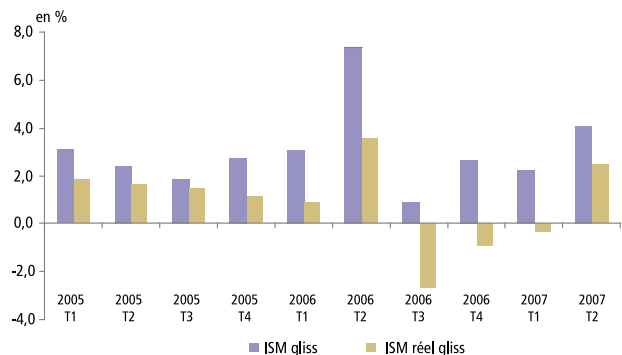
	2004	2005	2006	2007
Taux en %	T3	T3	T3	T3
Population active nationale ¹	3,9	1,0	1,4	0,8
Population active urbaine ¹	3,4	0,5	1,6	0,8
Population active occupée nationale ¹	5,6	0,4	2,3	1,1
Population active occupée urbaine ¹	5,5	0,4	3,5	1,0
Taux d'emploi national	46,0	45,2	46,2	45,8
Taux d'emploi urbain	37,5	36,7	37,9	37,3
Taux de chômage national	10,9	10,9	10,1	9,9
Taux de chômage urbain	17,5	17,6	16,0	15,9
Taux d'activité national	51,4	50,8	51,4	50,8
Taux d'activité urbain	45,4	44,6	45,1	44,4

Source : HCP

(1) : Variation en glissement annuel

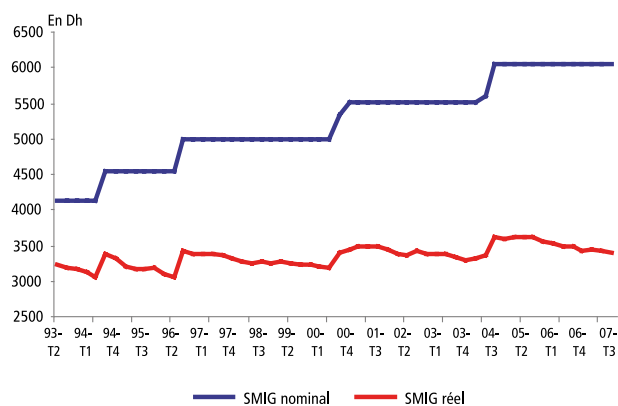
S'agissant des salaires, l'indice trimestriel (ISM), calculé par le HCP sur la base des données de la CNSS, a connu une hausse de 4% au deuxième trimestre 2007 contre 7,4% une année auparavant. En termes réels, l'ISM s'est accru de 2,4% au lieu de 3,6% l'année dernière. Compte tenu de l'augmentation de 2,1% de la productivité apparente du travail, le coût unitaire réel de la main d'œuvre a enregistré une augmentation de 0,3%, moins importante que celle de la même période de l'année précédente.

Graphique 2.6 : Indice des Salaires Moyens dans le secteur privé en termes nominal et réel (en glissement annuel)



Source : HCP, CNSS.

Graphique 2.7 : SMIG trimestriel en termes nominal et réel



Source : Ministère de l'emploi.

3. PRIX À L'IMPORTATION

La tendance haussière des prix à l'importation des biens de consommation, entamée à partir du troisième trimestre 2006, s'est renforcée à partir du deuxième trimestre de l'année 2007. Cette évolution, a impacté à la hausse l'inflation au Maroc au terme du troisième trimestre de l'année. Néanmoins, l'effet inflationniste du renchérissement des produits pétroliers et de base à partir du deuxième trimestre de l'année 2007 a été atténué par un certain nombre de mesures qui ont été prises par le Gouvernement.

3.1 L'inflation dans le monde

A fin octobre 2007, la majorité des grandes économies industrialisées ont enregistré des taux d'inflation supérieurs à ceux de l'année précédente, à l'exception du Japon.

En effet, aux Etats-Unis, les prix à la consommation ont augmenté en octobre de 3,5% en glissement annuel après une hausse de 2% le mois précédent. De même, l'inflation s'est établie à 2,6% dans la zone euro, soit le taux le plus élevé enregistré depuis deux ans.

Pour les prochains trimestres, les risques entourant l'évolution de l'inflation restent orientés à la hausse. Ces risques sont liés principalement, à l'évolution des cours du pétrole et des matières premières agricoles sur les marchés internationaux.

3.2 Prix du pétrole

Les cours du pétrole ont maintenu leur tendance à la hausse, en octobre. En effet, le cours moyen du brut a atteint à 82,2 dollars le baril en octobre, soit une hausse mensuelle de 6,9% après celle de 9,6% en septembre dernier. Au terme des dix premiers mois de l'année 2007, le cours moyen du baril s'est accru de 3,2% pour s'établir à 67,3 dollars.

Les prix à la pompe, n'ont pas été affectés par la flambée des cours mondiaux du pétrole en raison de l'intervention de la Caisse de compensation. Les prix internes sont, ainsi, demeurés stables.

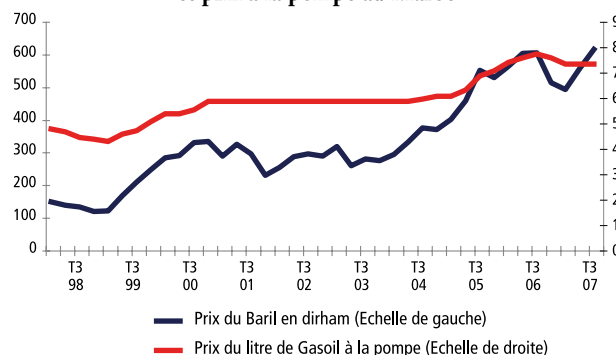
Les inquiétudes sur l'insuffisance de l'offre mondiale, le bas niveau du dollar américain qui stimule la demande de pétrole ainsi que les tensions géopolitiques au Moyen-Orient, sont autant de facteurs qui influencent l'évolution des cours. Selon les prévisions du Fonds Monétaire International, le cours annuel moyen du brut est prévu à 68,52 dollars

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

	2005	2006	2007	Prévisions	
	Oct	Oct	Oct	2007	2008
Etats-Unis	4,3	1,3	3,5	2,7	2,3
Zone Euro	2,5	1,6	2,6	2,0	2,0
France	1,8	1,1	2,0	1,6	1,8
Espagne	3,5	2,5	3,6	2,5	2,8
Japon	-0,8	0,4	0,3	0,0	0,5

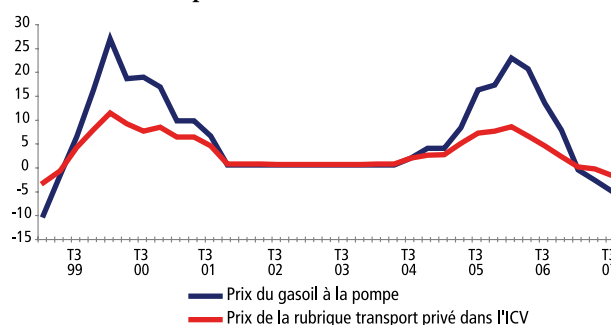
Sources : Fonds Monétaire International et Eurostat

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



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

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



Source : Ministère de l'énergie et des mines.

le baril au terme de l'année 2007 et à 75 dollars pour l'ensemble de l'année 2008. Toutefois, compte tenu de l'évolution récente, les cours pourraient dépasser ce niveau.

3.3 Prix des matières premières

Outre les cours du pétrole, les matières premières hors énergie ont également connu un renchérissement au niveau international. En effet, l'indice des prix des métaux a enregistré une hausse continue depuis avril 2006 pour atteindre son niveau le plus haut en mai 2007 et ce, suite au renchérissement de la majorité des métaux.

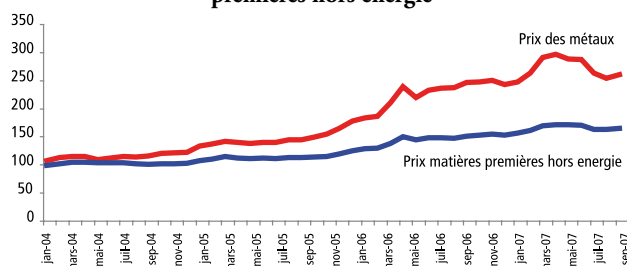
Pour leur part, les prix des produits de base agricoles ont été orientés à la hausse en 2007, notamment ceux des huiles végétales et des céréales. De fait, la tendance haussière du prix du blé sur le marché international, qui s'était stabilisée durant la période octobre 2006 - mai 2007, a connu une nette accélération à partir de juin 2007. Ainsi, le prix moyen de la tonne de blé importé, s'est accru de 45% au cours des dix premiers mois. Toutefois, l'effet de cette hausse a été atténué par les différentes mesures gouvernementales en termes de compensation et de réduction de droits de douane.

Tableau 3.2 : Prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur

Produits (Dh/Litre)	Avril 2006	Sept. 2006	Oct. 2006	Jan. 2007	Avr. 2007	Juil. 2007	Oct. 2007
Super carburant	10,51	11,07	10,5	10,25	10,25	10,25	10,25
Essence ordinaire	-	-	-	-	-	-	-
Pétrole lampant	7,46	-	-	-	-	-	-
Gasoil	7,46	7,98	7,47	7,22	7,22	7,22	7,22
Gasoil 350	9,34	9,93	9,38	9,13	9,13	9,13	9,13
Fuel industriel (Dh/Tonne)	3307	3374	3174	2874	2874	2874	2874

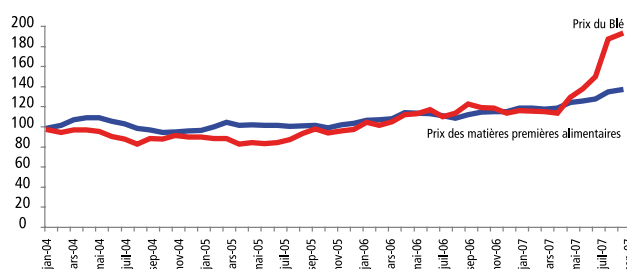
Sources : Ministère de l'énergie et des mines

Graphique 3.3 : Indices des Prix des métaux et des matières premières hors énergie



Source : FMI

Graphique 3.4 : Indices des Prix des matières premières alimentaires et du blé sur le marché international



Source : FMI

4. CONDITIONS MONÉTAIRES ET PRIX DES ACTIFS

Lors de son évaluation trimestrielle de la situation économique et monétaire au 25 septembre 2007, le Conseil a décidé de maintenir inchangés les taux d'intervention de la Banque, tout en continuant de suivre de très près les perspectives d'évolution de l'inflation.

Les conditions sur le marché monétaire ont globalement connu un resserrement au troisième trimestre et durant les mois d'octobre et novembre 2007.

L'accroissement du déficit de liquidités sur le marché monétaire s'est traduit par la poursuite de la tendance ascendante du taux interbancaire, avec notamment une accélération en octobre et début novembre, liée à la hausse ponctuelle de la demande de liquidités induite par les importantes opérations d'achat de devises auprès de Bank Al-Maghrib. Les taux sur les bons du Trésor à court terme et les taux assortissant les dépôts auprès des banques se sont également inscrits en hausse.

Pour sa part, la baisse des taux débiteurs s'est poursuivie, à la faveur de la concurrence interbancaire, particulièrement sur les segments des crédits à la consommation et les prêts immobiliers, mais à un rythme moins marqué.

Bien que rapide, la croissance annuelle des agrégats monétaires a connu un ralentissement, à l'exception de celle de la monnaie scripturale qui s'est accélérée sous l'effet du développement des transactions immobilières et financières.

Aussi, d'un trimestre à l'autre, l'écart de croissance entre la masse monétaire et l'activité économique non agricole s'est-il réduit. Néanmoins, l'encours de l'excédent monétaire demeure important et porteur de risques inflationnistes à moyen terme.

Pour ce qui est des prix des actifs financiers et immobiliers, ils ont progressé au terme du troisième trimestre, tendance qui s'est néanmoins inversée à fin novembre 2007 pour ce qui est des cours boursiers.

4.1 Conditions monétaires

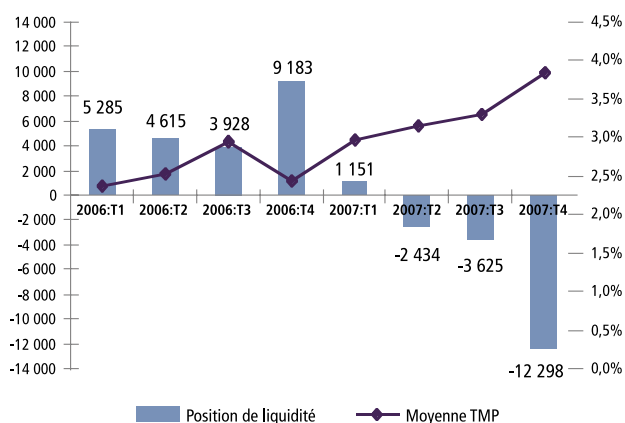
4.1.1 Liquidité et mise en oeuvre de la politique monétaire

Au cours du troisième trimestre 2007, les trésoreries bancaires ont subi une contraction principalement sous l'effet de la ponction de liquidité de 3,9 milliards de dirhams exercée par les facteurs autonomes. L'accroissement des réserves obligatoires, qui a largement contribué au resserrement de la liquidité au courant du mois d'août suite à la soumission du CAM et du CIH à la règle de la réserve monétaire, a toutefois marqué une décélération par rapport au rythme observé depuis le début de l'année en septembre 2007.

La circulation fiduciaire a enregistré une augmentation de 6,8 milliards de dirhams en période estivale et les opérations du Trésor ont été à l'origine d'une ponction de liquidité de 1,1 milliard, notamment attribuable à la privatisation des 4% du capital de Maroc Telecom. L'opération de privatisation a porté sur un montant global de 4,6 milliards de dirhams, la moitié de ce montant revenant au Fonds Hassan II pour le développement économique et social.

En revanche, les opérations sur avoirs extérieurs ont induit une injection de liquidité de 4 milliards

Graphique 4.1 : Evolution de la position de liquidité (millions de DH) et du TMP (%) en moyenne trimestrielle



de dirhams. En dépit de l'effet expansif global des avoirs extérieurs, le troisième trimestre 2007 a été marqué par l'accélération des opérations de cessions de devises par Bank Al-Maghrib qui ont totalisé 15 milliards de dirhams, mais dont l'effet sur la liquidité a été compensé par le pic des rachats de billets de banque étrangers habituellement observé pendant l'été et dont le montant a atteint 19 milliards de dirhams.

Aussi, compte tenu de l'impact restrictif des facteurs autonomes, le marché interbancaire s'est maintenu « en banque » au cours du troisième trimestre 2007, la position de liquidité¹ moyenne du marché dégageant un déficit de 3,6 milliards de dirhams contre 2,4 milliards au deuxième trimestre 2007.

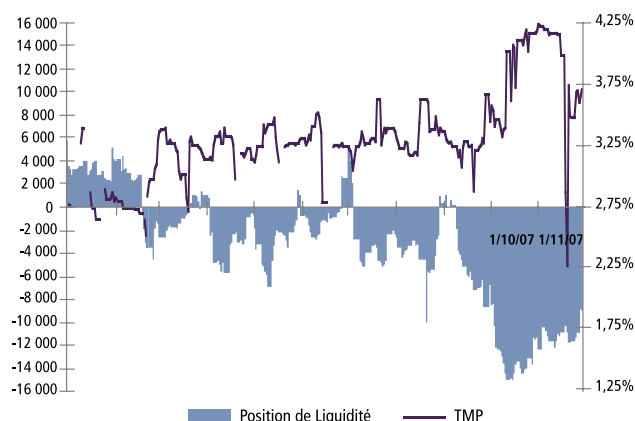
Au cours du dernier trimestre de l'année 2007, l'insuffisance de liquidité prévalant sur le marché monétaire s'est accentuée en raison de l'accumulation du retard de constitution des trésoreries bancaires ainsi que de l'incidence restrictive exercée par les facteurs autonomes et particulièrement celle des opérations en devises. Les réserves obligatoires ont également contribué au resserrement des trésoreries bancaires pour un montant de 1,9 milliard de dirhams notamment en raison de l'augmentation des dépôts devant servir de garantie aux acquisitions d'actions sur le marché primaire de la Bourse des Valeurs de Casablanca.

Durant les mois d'octobre et novembre 2007, les opérations sur avoirs extérieurs ont exercé une ponction de 3,2 milliards de dirhams sur les trésoreries bancaires compte tenu de la persistance des cessions de devises qui ont totalisé 8,4 milliards de dirhams, partiellement compensées par les rachats de billets de banque étrangers pour un montant de 5,2 milliards de dirhams.

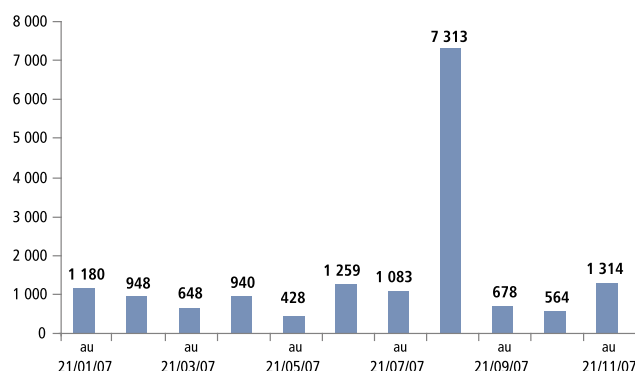
Les achats de devises par les banques commerciales s'expliquent par l'augmentation du volume des opérations au comptant et à terme effectuées par leur clientèle en raison :

1. de la nervosité des marchés internationaux et notamment de la parité euro-dollar ;
2. du renchérissement du prix du pétrole soutenu par l'orientation à la hausse de la demande mondiale (Chine), la forte baisse des stocks de pétrole et les conflits géopolitiques.

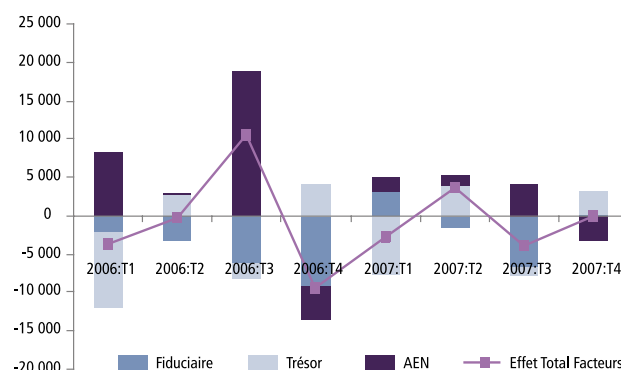
Graphique 4.2 : Position de Liquidité (millions de DH) et Taux Moyen Pondéré du Marché Monétaire Interbancaire



Graphique 4.3 : Augmentations des Réserves Obligatoires (en millions de DH)



Graphique 4.4 : Evolution de l'effet des Facteurs de Liquidité (en millions de DH)



¹ Position de liquidité = Solde des Banques – Réserves Obligatoires +/- Interventions de Bank Al-Maghrib

En revanche, les opérations du Trésor ont exercé un effet expansif de 2,9 milliards de dirhams sur les trésoreries bancaires, notamment en raison du désendettement du Trésor. En effet, les emplois du Trésor ont atteint 37,5 milliards de dirhams, dont 10,5 milliards attribuables au remboursement des échéances de la dette intérieure, alors que ses ressources ont totalisé 34,6 milliards de dirhams, dont 1,9 milliard au titre des souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor. Au cours du quatrième trimestre 2007, les souscriptions en bons du Trésor du Fonds Hassan II pour le développement économique et social ont totalisé 6,3 milliards de dirhams.

Lors de la séance d'adjudication du 9 octobre, le Trésorier du Royaume a émis des bons d'un montant de 1 milliard de dirhams au profit de Bank Al-Maghrib dans le cadre de la titrisation de la quatrième tranche de l'avance conventionnelle, opération dont l'effet a été neutre sur la liquidité.

Le reflux de la monnaie fiduciaire, qui a débuté en septembre en raison de la fin de la période de vacances, s'est poursuivi au courant des mois d'octobre et de novembre 2007 exerçant un effet expansif de 263 millions de dirhams sur les trésoreries bancaires.

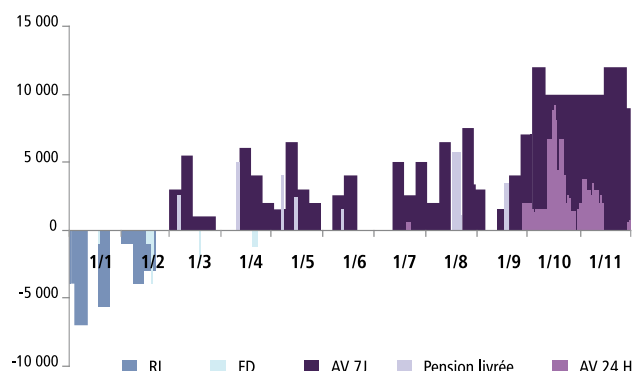
Compte tenu de l'impact de la liquidité bancaire sur les opérations de change, Bank Al-Maghrib a décidé de limiter, provisoirement, l'injection de liquidité opérée par le canal de l'avance à 7 jours qu'elle a maintenue à 10 milliards de dirhams entre le 11 octobre et le 14 novembre 2007. En vue de combler le déficit de liquidité résiduel du marché, les banques ont eu recours aux avances à 24 heures pour un montant quotidien moyen de 3,3 milliards de dirhams entre le 1^{er} octobre et le 14 novembre 2007.

En conséquence, le loyer de l'argent sur le marché monétaire interbancaire s'est établi en moyenne à 3,86%, enregistrant une augmentation de 54 points de base par rapport au trimestre précédent.

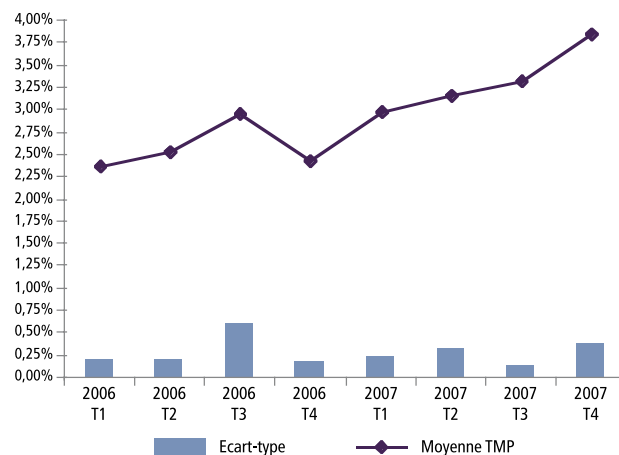
A partir du 14 novembre, Bank Al-Maghrib a décidé d'amorcer une détente progressive du taux interbancaire, en vue de le ramener vers un niveau compatible avec 3,25%.

Globalement, les injections de liquidité de la Banque centrale ont porté sur un volume quotidien moyen de 13 milliards de dirhams durant les mois d'octobre et de novembre 2007, dont 10,5 milliards (81%)

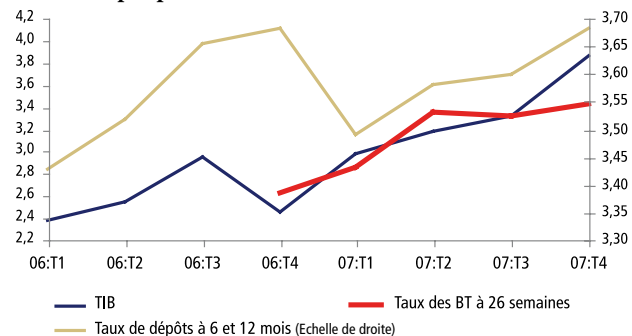
Graphique 4.5 : Interventions de Bank Al-Maghrib sur le Marché Monétaire (en millions de DH)



Graphique 4.6 : Evolution de la moyenne et de l'écart-type du taux moyen pondéré du marché interbancaire



Graphique 4.7 : Evolution des taux à court terme



* L'observation du quatrième trimestre relative au taux interbancaire correspond à la moyenne quotidienne de la période du 1^{er} octobre au 03 décembre 2007.

au moyen des appels d'offre hebdomadaires et 2,5 milliards (19%) par le biais des facilités permanentes.

Par ailleurs, la moyenne annuelle du TMP sur le marché monétaire interbancaire est restée très proche du taux des avances à 7 jours, se situant à 3,29% de janvier à novembre 2007.

Pour sa part, la volatilité du taux interbancaire, mesurée par son écart-type, a enregistré une augmentation de 25 points de base, passant de 0,15% le troisième trimestre à 0,40% le quatrième trimestre. En raison de l'augmentation de la volatilité du TMP, l'activité du marché interbancaire s'est contractée, le volume moyen échangé sur le marché passant de 1,2 milliard à 806 millions d'un trimestre à l'autre.

4.1.2 Taux d'intérêt

Reflétant le resserrement sur le marché monétaire, le taux moyen pondéré des opérations au jour le jour a augmenté continuellement au cours du troisième trimestre 2007 et des mois d'octobre et novembre, à l'exception notable de la détente observée à partir de la deuxième moitié du mois de novembre.

Parallèlement, l'évolution des taux des bons du Trésor à court terme a été marquée par des hausses importantes au terme du troisième trimestre. La même orientation a été observée lors des émissions réalisées en octobre et novembre, particulièrement pour les maturités de 13 et 26 semaines.

Quant aux souscriptions aux bons du Trésor à moyen et long terme elles ont porté sur de faibles volumes et ont été assorties de taux en hausse par rapport au dernières émissions de 2007.

S'agissant du taux moyen pondéré des dépôts à terme, il a de nouveau augmenté en octobre, après la hausse observée au deuxième et troisième trimestre (Tableau 4.3). En raison de la hausse du taux interbancaire, les taux assortissant les dépôts à 6 mois, liés étroitement à l'évolution du loyer de l'argent au jour le jour sur le marché monétaire, ont atteint leur niveau le plus élevé depuis fin 2002, soit 3,68%. Pour sa part, le taux des dépôts à 12 mois, dont l'évolution s'avère plus rigide et moins impactée par les variations à court terme du coût du refinancement des banques, s'est stabilisé en octobre au même niveau moyen observé au troisième trimestre.

Tableau 4.1 : Taux des émissions des bons du Trésor à court terme

	2006				2007			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4*
13 semaines	2,65	2,62	-	2,52	2,73	3,30	3,29	3,40
26 semaines	-	2,78	-	2,62	2,85	3,34	3,32	3,42
52 semaines	3,06	3,00	-	-	2,97	2,88	3,40	3,41

* Le quatrième trimestre 2007 correspond à la moyenne arithmétique des données d'octobre et novembre.

Tableau 4.2 : Taux des émissions des bons du Trésor à moyen et long termes

	2006				2007			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4*
2 ans	3,29	3,24	3,16	2,99	2,96	-	3,59	3,58
5ans	3,91	3,75	3,56	3,23	3,14	-	-	4,00
10 ans	4,51	4,26	4,11	3,52	3,40	-	-	-
15 ans	5,20	4,71	-	3,72	3,65	-	-	-

* Il s'agit de la moyenne arithmétique des données d'octobre et novembre.

Graphique 4.8 : Taux des bons du Trésor sur le marché secondaire

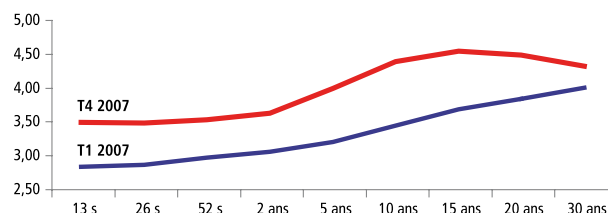


Tableau 4.3 : Taux créditeurs* (placements à terme)

	2006			2007			
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
6 mois	3,43	3,42	3,64	3,26	3,52	3,41	3,68
12 mois	3,62	3,76	3,70	3,65	3,63	3,69	3,69
Moyenne pondérée	3,52	3,65	3,68	3,49	3,58	3,60	3,68

* Les données trimestrielles sont des moyennes arithmétiques des données mensuelles. Le dernier trimestre 2007 correspond aux données du mois d'octobre

Les taux débiteurs ont marqué, dans l'ensemble, une légère baisse d'un trimestre à l'autre, à l'exception de ceux appliqués aux prêts à l'équipement qui ont connu une nouvelle hausse, toutefois moins prononcée que celle observée au deuxième trimestre.

La tendance baissière des taux appliqués aux crédits à la consommation et aux prêts immobiliers, qui continue de refléter la concurrence accrue entre les banques sur ces segments, s'est ralentie au troisième trimestre. Pour leur part, les taux des facilités de trésorerie, qui affichaient par le passé une plus grande volatilité, n'ont pas connu de variations significatives entre le deuxième et le troisième trimestre (Tableau 4.4).

4.1.3 Monnaie, crédit et placements liquides

Evolution de M3

Le rythme annuel de progression de M3 a marqué un léger ralentissement, revenant de 19,4% au deuxième trimestre à 18,5% au troisième trimestre 2007. En octobre, ce rythme n'a pas connu de variation significative.

Compte tenu du maintien à un niveau élevé de la croissance du PIB non agricole, l'excédent monétaire additionnel, qui constitue un indicateur avancé de l'inflation, s'est légèrement replié au troisième trimestre 2007 (Graphique 4.10).

Le niveau des encaisses monétaires demeure toutefois élevé mais son impact sur les prix pourrait être relativisé, à la lumière de l'analyse des déterminants de la demande des composantes les plus liquides de M3.

En effet, l'expansion récente des dépôts à vue auprès des banques, qui explique plus de 50% de la hausse annuelle de M3, est en partie liée à l'acquisition d'actifs financiers et immobiliers qui a connu un développement au cours des derniers trimestres. En outre, l'analyse des séries temporelles sur une longue période montre qu'une partie de l'excédent de la monnaie scripturale par rapport au niveau nécessaire pour accompagner le développement des transactions réelles, serait due à la baisse du coût d'opportunité et au dynamisme des transactions financières au cours des années récentes.

Graphique 4.9 : Evolution de M3 et ses composantes (glissement annuel en %)

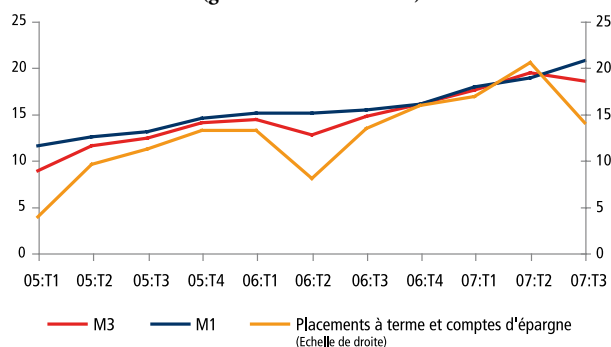


Tableau 4.4 : Taux débiteurs*

Taux moyen pondéré	mars 07**	juin-07**	sept.07
Crédits de trésorerie	6,12	6,38	6,32
Crédits à l'équipement	5,86	7,15	7,36
Crédits immobiliers	5,70	5,27	5,21
Crédits à la consommation	8,27	7,49	7,02
Total	6,25	6,41	6,36

* Données de l'enquête trimestrielle sur les taux d'intérêt.

** Chiffres révisés.

Tableau 4.5 : Croissance de la monnaie et du PIB non agricole (en termes réels)

	2006					2007				
	T1	T2	T3	T4	Moyenne	T1	T2	T3	Moyenne	
Croissance en glissement annuel										
M3	12,1	8,6	10,6	11,8	10,8	14,4	17,5	15,2	15,7	
M1	12,7	10,9	11,2	11,9	11,7	14,8	17,0	17,3	16,4	
PIB non agricole	3,5	4,4	3,2	4,9	4,0	5,5	6,2	6,1	5,9	
Ecart de croissance entre la monnaie et le PIB non agricole										
M3	8,5	4,2	7,4	6,9	6,8	8,9	11,3	9,1	9,8	
M1	9,1	6,4	8,0	7,0	7,6	9,3	10,8	11,2	10,4	

Tableau 4.6 : Variations des dépôts bancaires des agents non financiers (en %)

		06:T4	07:T1	07:T2	07:T3	
<i>Variation trimestrielle</i>						
Monnaie scripturale	Entreprises non financières	1,4	9,8	4,5	6,6	
	Particuliers	4,2	6,2	6,2	7,2	
	MRE	1,0	3,3	4,3	6,9	
	<i>Glissement annuel</i>					
	Entreprises non financières	13,7	21,0	19,3	24,1	
	Particuliers	18,7	21,8	24,2	26,1	
MRE	13,0	14,6	14,2	16,3		
<i>Variation trimestrielle</i>						
Dépôts à terme	Entreprises non financières	12,2	6,9	13,4	3,6	
	Particuliers	2,2	8,5	-0,2	-3,9	
	MRE	4,1	1,4	-0,3	-2,2	
	<i>Glissement annuel</i>					
	Entreprises non financières	18,6	19,5	56,2	40,9	
	Particuliers	3,3	16,6	13,9	6,2	
MRE	4,5	3,6	4,4	2,9		

Pour leur part, les placements à terme des particuliers résidents et des Marocains résidant à l'étranger ont connu un repli d'un trimestre à l'autre (Tableau 4.6), reflétant l'importance des transferts au profit de la monnaie scripturale.

Globalement, le suivi de l'évolution des composantes de M3 et des déterminants réels et financiers de leur demande confirme l'importance des encaisses en instance d'affectation. La fraction des encaisses détenue sous forme de comptes à vue est ponctuellement amplifiée par l'importance des souscriptions aux opérations d'introduction en bourse, alimentée par les transferts à partir des placements rémunérés et par les facilités de trésorerie.

Crédits bancaires

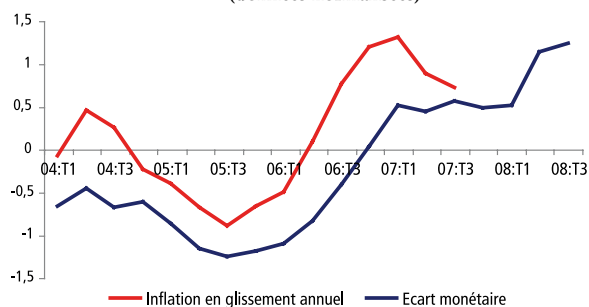
A l'issue du troisième trimestre 2007, le taux de progression du crédit bancaire s'est maintenu à un niveau élevé de 25,5%, après l'accélération observée au deuxième trimestre. Cette évolution s'explique tant par la vigueur de la croissance économique non agricole, que par l'importance des transactions immobilières et financières qui semblent alimenter respectivement la croissance des prêts immobiliers et des facilités de trésorerie.

Ces dernières, qui demeurent la principale catégorie de crédit en termes de contribution à la croissance monétaire, ont connu un essor de 29,4%, inférieur toutefois à celui de 33,3% observé un trimestre auparavant. En revanche, la progression annuelle des prêts immobiliers s'est accélérée, atteignant un rythme historique de 34,4%.

L'analyse de la structure des prêts immobiliers fait ressortir une hausse de la part des entreprises non financières et des Marocains résidant à l'étranger depuis le début de l'année 2006, au détriment de celle des particuliers résidents. Ce constat pourrait traduire l'importance prise par les prêts immobiliers accordés aux promoteurs en relation avec le dynamisme de l'activité du bâtiment. Il reflète également la hausse de la demande des MRE en actifs immobiliers, qui a comme corollaire le net recul de leur contribution à la croissance des placements rémunérés auprès des banques (Graphique 4.14).

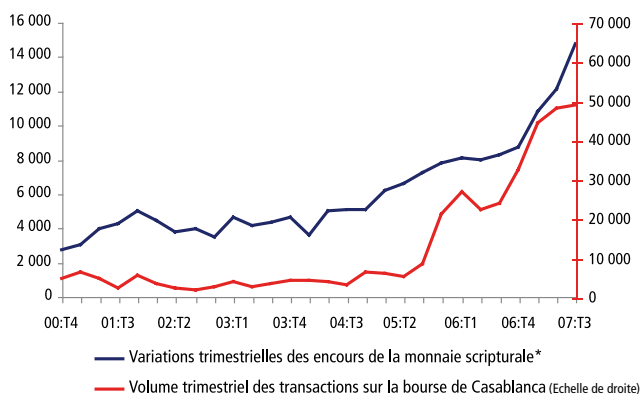
Quant aux crédits à la consommation, leur expansion s'est maintenue à un niveau exceptionnellement élevé, soit 40% en glissement annuel, reflétant

Graphique 4.10 : Croissance monétaire excédentaire* et inflation en moyenne mobile de quatre trimestres (données normalisées)



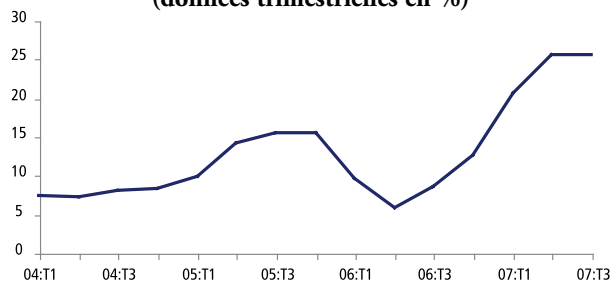
* La croissance monétaire, avancée ici d'une année, est obtenue par l'écart entre le taux de croissance de la masse monétaire et celui du PIB non agricole en termes réels.

Graphique 4.11 : Monnaie scripturale et volume des transactions sur le marché boursier (en millions de DH)

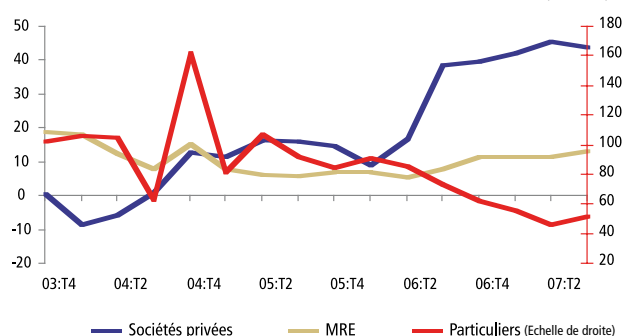


*Moyenne mobile à quatre trimestres.

Graphique 4.12 : Croissance annuelle du crédit bancaire (données trimestrielles en %)



Graphique 4.13 : Contribution des agents non financiers à la croissance annuelle des crédits immobiliers (en %)



aussi bien la dynamique de la consommation des ménages en milieu urbain que l'intensification de la concurrence entre banques qui s'est traduite par la détente des conditions débitrices.

De même, l'accroissement des crédits à l'équipement, n'a que légèrement ralenti d'un trimestre à l'autre, revenant de 23,2% à 21,4 %, en liaison avec le développement continu des dépenses d'investissement.

Autres sources de création monétaire

L'accroissement annuel des avoirs extérieurs nets s'est de nouveau ralenti au troisième trimestre 2007, revenant de 12,3% à 11,1%, en liaison principalement avec le creusement du déficit commercial. La baisse de leur contribution à la création monétaire, au profit de celle du crédit bancaire, se trouve ainsi confirmée.

En octobre, ces avoirs se sont accrus de près de 10,9% en glissement annuel contre 9,6% en septembre 2007.

S'agissant des créances nettes sur l'Etat, elles se sont accrues de 17,8% au troisième trimestre 2007, soit à un rythme annuel plus rapide que celui constaté aux deux trimestres précédents et ce, en raison de la hausse des émissions de bons du Trésor à partir de juillet. En octobre, leur niveau a été supérieur de 15,4% à celui du même mois de 2006.

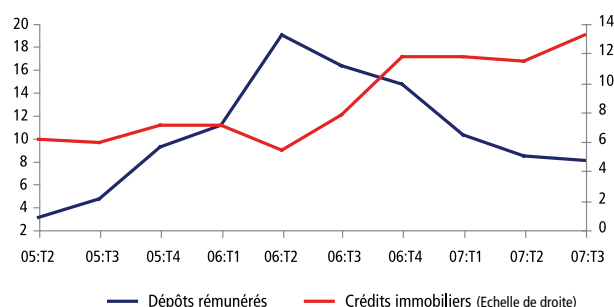
Il convient de souligner à ce titre que les créances nettes sur l'Etat enregistrent d'amples fluctuations trimestrielles mais qui sont sans impact à long terme sur les agrégats monétaires, leur encours s'avérant stable sur une longue période (Graphique 4.17).

En définitive, l'évolution des sources de création monétaire est marquée par la baisse de la part des avoirs extérieurs nets au profit du crédit intérieur. Cette tendance pourrait s'accroître dans les trimestres qui viennent, en liaison avec l'impact des nouvelles mesures de libéralisation des opérations financières des résidents, entrées en vigueur en août dernier.

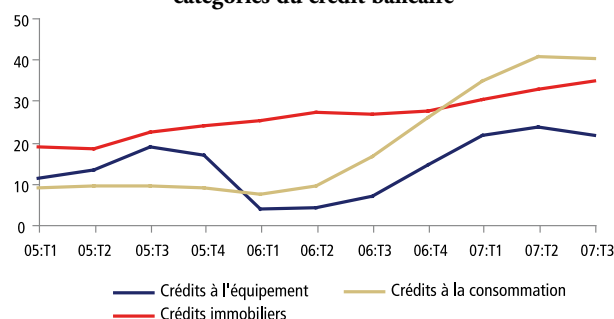
4.1.4 Taux de change

Au terme du troisième trimestre de l'année 2007, le dirham a évolué dans la même tendance que celle observée lors du trimestre précédent. Ainsi, il s'est

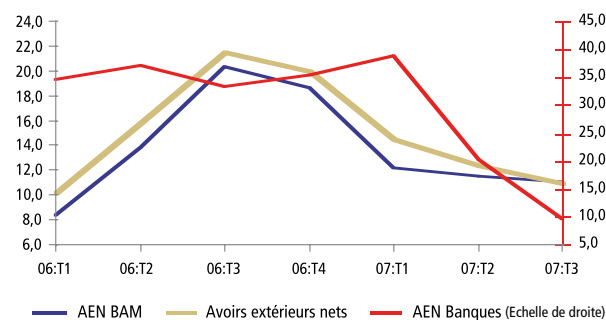
Graphique 4.14 : Contribution des MRE à la croissance annuelle des dépôts rémunérés et des prêts immobiliers (en %)



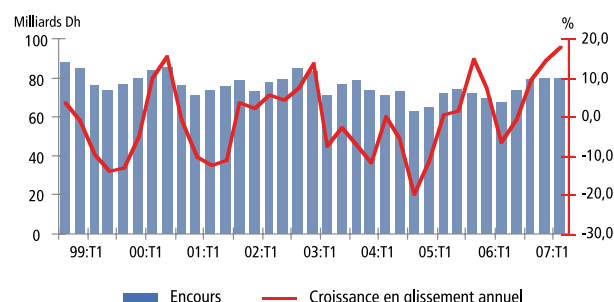
Graphique 4.15 : Croissance annuelle des principales catégories du crédit bancaire



Graphique 4.16 : Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets (en %)



Graphique 4.17 : Evolution trimestrielle des créances nettes sur l'Etat



apprécié, en moyenne, de 1,65% face au dollar et a en revanche accusé une baisse de 0,35% vis-à-vis de l'euro et ce, comparativement au trimestre précédent. En revanche, le dirham a marqué une dépréciation de 0,17%, de 0,31% et de 0,91% respectivement contre la livre sterling, le franc suisse et le yen japonais.

Cette évolution s'est poursuivie en octobre et novembre 2007. La monnaie nationale s'est inscrite, en moyenne, en hausse de 4,23% à l'égard du dollar et s'est dépréciée de 0,85% contre l'euro.

Parallèlement à cette évolution, le taux de change effectif nominal du dirham, calculé à partir des taux de change bilatéraux vis-à-vis des principaux partenaires du Maroc, s'est déprécié de 0,17% par rapport à son niveau du trimestre précédent, laissant entrevoir des tensions accentuées sur les prix des biens importés.

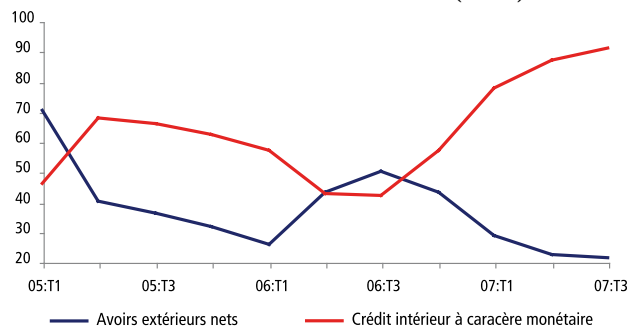
Compte tenu de l'évolution favorable du différentiel d'inflation, le taux de change effectif réel du dirham a marqué une dépréciation de 0,23% après celle de 0,97% au trimestre précédent.

4.2 Prix des actifs

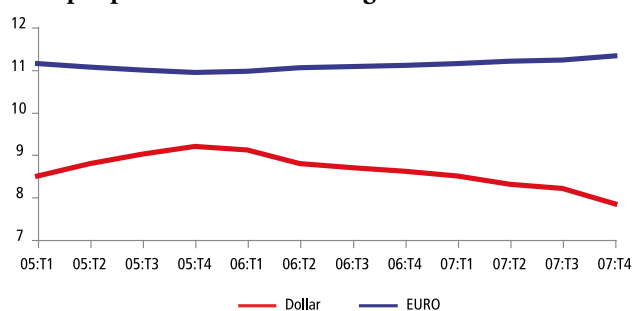
A l'issue du troisième trimestre de l'année 2007, les cours boursiers ont enregistré une évolution favorable, l'indice boursier Masi ayant progressé de 11,76% par rapport au mois de juin et la capitalisation boursière s'étant accrue de 16,41% par rapport au trimestre précédent pour atteindre 575,58 milliards de dirhams. Cette performance du marché boursier est attribuable à l'appréciation de la plupart des valeurs et l'impact des nouvelles introductions sur le marché. Le volume des transactions a, pour sa part, marqué une hausse de 40,84% par rapport au deuxième trimestre de l'année pour s'établir à 72,28 milliards de dirhams.

Le début du dernier trimestre de l'année en cours laisse apparaître un ralentissement du rythme d'évolution des principaux indicateurs boursiers. En effet, à fin novembre 2007, l'indice MASI a diminué de 1,06% comparativement à fin septembre et la capitalisation boursière n'a augmenté que de 1,45% pour atteindre près de 584 milliards de dirhams.

Graphique 4.18 : Contribution des sources de création à la croissance annuelle de M3 (en %)

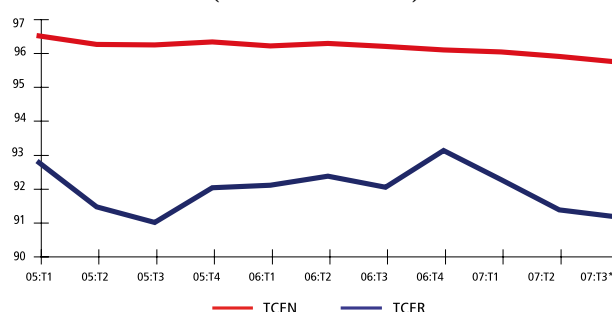


Graphique 4.19 : Taux de change bilatéral du dirham*



* Le quatrième trimestre 2007 correspond à la moyenne arithmétique des données d'octobre et novembre

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

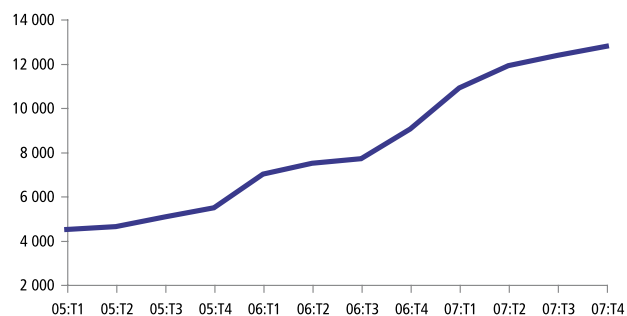


* Données provisoires
Source : calcul de BAM

Concernant le Price Earning ratio (PER), il est passé de 20,5 à 22,9 d'un trimestre à l'autre, traduisant une déconnexion entre les résultats des entreprises et l'évolution des cours.

Les prix immobiliers semblent poursuivre leur tendance ascendante, notamment dans les grandes agglomérations, stimulés par la forte demande tant locale qu'étrangère et la détente des conditions de financement.

Graphique 4.21 : Indices Masi* (moyennes mensuelles)



* Le quatrième trimestre 2007 correspond à la moyenne arithmétique des données d'octobre et novembre

5. EVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

L'indice du coût de la vie a connu une décélération en novembre, enregistrant une hausse de 1,4% en glissement annuel au lieu de 3,5% un an auparavant. En moyenne des onze premiers mois de l'année 2007, l'inflation s'est établie à 2,0%, au lieu de 3,3% pendant la même période de l'année 2006.

De fait, l'effet inflationniste du renchérissement des produits pétroliers et de base à partir du deuxième trimestre de l'année 2007 a été atténué par un certain nombre de mesures qui ont été prises par le Gouvernement. De même, cette décélération est liée à la baisse des tarifs des communications et du ralentissement du rythme d'évolution des prix des rubriques «chauffage, éclairage et eau» et «autres biens et services».

En ce qui concerne les prochains trimestres, les pressions sur les prix pourraient être orientées à la hausse en raison notamment, du risque de répercussion du renchérissement des produits pétroliers et de base sur les prix internes et de l'accélération des tensions sur les capacités de production.

Evolution à fin novembre 2007

Prix à la consommation

En glissement annuel, l'indice du coût de la vie a enregistré une hausse de 1,4% au lieu de 3,5% un an auparavant et l'inflation sous-jacente est revenue de 2,8% à 1,9%. Cette décélération est due, notamment, à la baisse de 16,4% des tarifs de la rubrique «communications», au lieu d'une hausse de 0,7% une année auparavant, ainsi qu'au ralentissement de l'évolution des prix des rubriques « chauffage, éclairage et eau », « transport en commun » et « autres biens et services » qui sont revenus de 6,3% à 0,7%, de 7,4% à 0,1% et de 2,7% à 1,4%, respectivement. Ont contribué également à cette évolution, les prix de la rubrique « produits laitiers » qui ont enregistré une décélération de 2,6% à 1,5% et ceux des « corps gras » dont la hausse est revenue de 14,3% à 12,7%, l'année 2006 ayant connu un réajustement des taux de TVA impactant à la hausse les prix de ces produits.

Le ralentissement observé des prix a eu lieu malgré le renchérissement des « céréales et produits à base de céréales », dont le rythme d'évolution des prix est passé de 0,2% à 9,9% d'une année à l'autre et l'accélération de l'augmentation des prix des rubriques « habillement » et « loisirs et culture », de 1,1% à 1,5% et de 1% à 1,4%, respectivement.

Par ailleurs, la décélération de l'ICV global a été plus importante que celle de l'indice d'inflation

Graphique 5.1 : l'inflation et l'inflation sous-jacente en glissement annuel

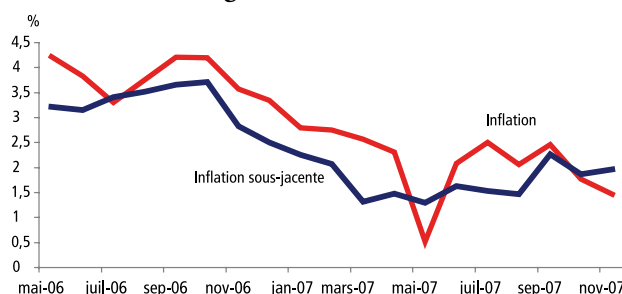


Tableau 5.1 : Inflation et inflation sous-jacente

	Evolution par trimestre en glissement annuel						Evolution par mois en glissement annuel	
	Trimestres 2006			Trimestres 2007			Novembre 2006	Novembre 2007
	I	II	III	I	II	III	Novembre 2005	Novembre 2006
Inflation	2,1	3,7	3,7	2,6	1,6	2,3	3,5	1,4
Inflation sous-jacente ^(E)	2,9	3,0	3,5	1,8	1,4	0,7	2,8	1,9

(E) Estimations BAM sur la base des données du HCP

sous-jacente, en raison de l'évolution des coûts du transport privé et des prix de certains produits frais et réglementés. En effet, les prix des viandes ont diminué de 4,4% et ceux des légumes frais de 1,1%, tandis que les prix du transport privé ont accusé une baisse de 0,9%. En outre le rythme d'évolution des prix du tabac et du sucre est revenu de 4,7% à 0% et de 10,4% à 1,6%, respectivement.

Par ailleurs, l'effet du renchérissement des produits pétroliers et de base à partir du deuxième trimestre de l'année 2007 a été atténué par les mesures qui ont été prises par le Gouvernement. L'intervention de la Caisse de compensation a permis la non répercussion de la flambée des cours de pétrole et des prix des céréales sur les marchés mondiaux.

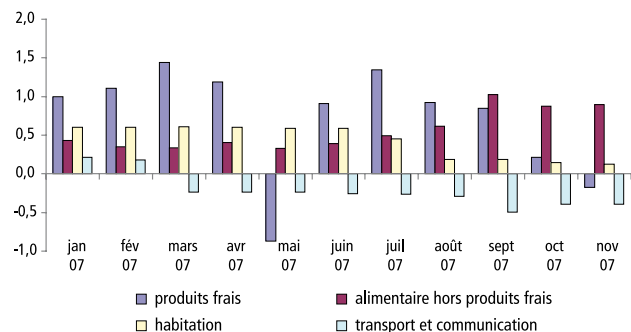
Par ailleurs, l'effet inflationniste de la pénurie locale de certains produits de base occasionnée par la sécheresse a été atténué par :

- la réduction des droits de douane sur le blé dur et le blé tendre de 95% à 55% et de 60% à 30% respectivement ;
- la suppression de la prime compensatoire sur le blé en provenance de l'Union Européenne et des USA ;
- la réduction de 102% à 2,5% des droits d'importation sur le lait UHT du 15 août au 15 octobre 2007 et sur le lait en poudre de 60% à 35% entre le 26 juin et le 31 décembre.

Prix à la production

En octobre 2007, l'indice des prix à la production industrielle a augmenté de 1,7% au lieu de 1,8% en septembre dernier. Les rubriques qui ont le plus contribué à cette hausse sont celle de la branche «cokéfaction et raffinage» dont les prix ont progressé de 5,5% au lieu d'une baisse de 0,4% le mois précédent, ainsi que celle des industries alimentaires dont les prix se sont accrus de 0,8%. Quant à l'indice des prix à la production hors raffinage de pétrole, il a enregistré une augmentation de 0,4% après une hausse de 2,7% un mois auparavant.

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



En glissement annuel, l'indice des prix à la production hors raffinage du pétrole a enregistré une accélération par rapport à la même période de l'année dernière en passant de 1,9% à 3,6%. Cette évolution est attribuable, principalement, aux industries chimiques dont la hausse des prix est passée de 2,4% à 13,4% un an auparavant, à l'accroissement des prix des industries métallurgiques de 4,7% à 9% ainsi qu'au renchérissement de 4,7% des coûts de la branche «Fabrication d'autres produits minéraux non métalliques» au lieu d'une baisse de 0,6%.

Selon les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture menée par Bank Al-Maghrib auprès des entreprises du secteur industriel, les pronostics des industriels relatifs à l'évolution des prix durant les trois mois à venir restent orientés à la hausse, surtout avec des stocks de produits finis qui se situent à leur niveau normal et avec l'accélération de la tendance haussière du TUC qui a atteint pour la deuxième fois cette année, le seuil de 77%.

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 une série de variables affectant l'activité et l'inflation. Sous l'hypothèse de la non matérialisation des principaux facteurs de risque identifiés, l'évolution de l'inflation à l'horizon des quatre prochains trimestres reste en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, avec une prévision moyenne de l'ordre de 2,3%. Au terme de l'année 2007, l'inflation devrait atteindre 2,1%, conformément aux prévisions du dernier Rapport sur la politique monétaire. Pour le premier trimestre de l'année 2008, nous anticipons une inflation de l'ordre de 2,5%, essentiellement tirée par la hausse cyclique des prix des produits alimentaires. Ce taux devrait connaître une légère baisse à partir du deuxième trimestre de 2008, (2,4%), pour se situer à environ 2,1% à la fin du troisième trimestre. Comparé au Rapport précédent, la prévision d'inflation a été légèrement revue à la hausse. Cependant, 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 le maintien du gel du mécanisme d'indexation des prix des produits pétroliers, l'évolution rapide de l'agrégat M3 et du crédit bancaire, ainsi qu'à l'accentuation des pressions sur les salaires.

6.1 Hypothèses du Scénario de base

6.1.1 Environnement international

La récente révision à la baisse des prévisions de croissance des pays de l'OCDE laisse entrevoir un ralentissement de la croissance économique dans nos pays principaux partenaires de la Zone Euro. Cette tendance, débutant à partir du quatrième trimestre 2007, est susceptible de persister jusqu'au deuxième trimestre de l'année 2008. Ainsi, la croissance moyenne de l'ensemble des pays membres de cette organisation devrait passer de 2.7% en 2007 à 2.3% pour l'année 2008. Bien que cette baisse concerne principalement les Etats-Unis où les prévisions de croissance ont été révisées de 2.5% à 2% pour 2008, la prévision de croissance de la Zone Euro a également été révisée à la baisse de 2.3% à 1.9%.

Les causes sous-tendant ce ralentissement ont essentiellement trait aux récentes turbulences financières sur le marché américain des crédits hypothécaires à risque et à la baisse de la consommation et de l'investissement faisant suite au resserrement du marché du crédit. Ces effets se conjuguent à la hausse des prix du pétrole et à l'appréciation de l'Euro. Néanmoins, les perspectives à moyen terme restent favorables du fait d'une période d'expansion mondiale prolongée, des bilans solides des entreprises, ainsi que de la rapidité d'intervention des principales banques centrales (Fed, BCE et BOE).

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 1,8%, ce qui constitue un ralentissement notable par rapport à la prévision du précédent Rapport sur la politique monétaire basé sur une hypothèse de croissance de 2,5%. 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.

Dans la zone Euro, les taux d'inflations sous-jacentes ont augmenté de manière graduelle mais constante ces deux dernières années et l'inflation globale est en forte hausse, s'établissant à 3% pour le mois de novembre de cette année. La BCE a récemment relevé sa prévision d'inflation de 0,5% pour l'année 2008 et l'inflation atteindrait 2,5% dans les treize pays de la zone Euro. Néanmoins, les hausses, jusqu'ici, maîtrisées des salaires, l'appréciation de la monnaie européenne et le durcissement des conditions de crédit tendent à atténuer les tensions inflationnistes nées des hausses des prix des produits pétroliers et alimentaires. Dans ce contexte, la BCE a privilégié le statut quo en ne relevant pas son taux directeur fixé à 4%.

Contrairement au précédent Rapport sur la politique monétaire, nous anticipons cette fois-ci une baisse de 0,25% du taux d'intérêt dans la zone Euro à l'horizon du second trimestre de l'année 2008.

Dans un contexte marqué par une relative accélération de l'inflation mondiale, les tensions sur les prix à l'importation hors énergie du Maroc restent relativement modérées. Après une hausse annuelle de 7% en 2007, la croissance des prix à l'importation hors énergie devrait refluer en 2008 pour s'établir à 4%. Elle est essentiellement tirée par les prix des produits et matières premières agricoles.

6.1.2 Environnement national

Outre un déficit pluviométrique important, l'économie nationale a dû faire face en 2007 à une hausse généralisée des cours des hydrocarbures ainsi qu'à une flambée des cours des céréales sur les marchés internationaux. L'effet de ces hausses sur l'économie nationale a toutefois été limité par le système de compensation des prix. La croissance économique devrait s'établir à 2.3% en 2007, tirée principalement par la performance des secteurs non agricoles (5.8%).

La baisse de la valeur ajoutée du secteur agricole pour l'année 2007 (estimée à 18%), découlant d'une mauvaise campagne céréalière, ne doit cependant pas occulter la bonne tenue de certaines autres branches de ce secteur, telles que les primeurs et agrumes, qui ont enregistré à fin juin 2007 une progression nette par rapport à l'année précédente. Toutefois, le déficit pluviométrique enregistré cette année a eu pour effet une accélération des importations de céréales et de lait, produits dont les prix sur le marché international se sont envolés, ainsi qu'une augmentation de plus de 12 % des prix des légumes frais. Ces évolutions, sous l'hypothèse de conditions climatiques plus favorables, seraient amorties en fin d'année et le PIB agricole devrait connaître une baisse modérée de 8% en glissement annuel au cours du quatrième trimestre.

Le scénario retenu pour l'année 2008 est celui d'une production céréalière moyenne de 60 millions de quintaux, correspondant à une hausse du PIB agricole de 14%. L'output gap agricole resterait dans ces conditions négatif au cours des deux premiers trimestres avant de devenir positif au cours des deux derniers trimestres de 2008. La performance

des secteurs non agricoles se poursuivrait sur la tendance de 2007. En conséquence, l'output gap global serait très légèrement positif en 2008.

Durant l'année 2007, le marché du travail a été à l'origine de pressions inflationnistes modérées. La création nette d'emplois au cours du troisième trimestre s'est établie à 111 000 postes, contre 221 000 pour la même période de l'année précédente. Ces créations ont principalement concerné les services, l'industrie et le BTP. Le taux de chômage n'a donc que très faiblement baissé de 10.1% à 9.9%. Par contre, l'Indice Trimestriel des Salaires, calculé par le HCP, indique une hausse des salaires réels de 2.4% au deuxième trimestre contre 3.6% en 2007. Pour 2008, les perspectives tendent à suggérer un maintien de la croissance de l'emploi hors agriculture. Une réévaluation du SMIG qui pourrait intervenir dans le cadre des négociations en cours entre le gouvernement et les syndicats aurait pour effet d'accroître les pressions salariales et de contribuer ainsi à un renchérissement du coût de la main-d'œuvre.

Après avoir atteint un nouveau record de 99.29 dollars par baril le 26 novembre dernier, les cours du pétrole ont accusé des baisses significatives ces derniers jours perdant ainsi plus de 10 dollars en quelques séances. La crainte d'une diminution de la demande d'hydrocarbures, conséquence du ralentissement de la croissance dans les pays de l'OCDE, expliquerait cette tendance. Par ailleurs, la réduction des tensions géopolitiques au Moyen Orient, découlant des dernières révélations sur le programme nucléaire iranien, aurait contribué à cette baisse des cours. La tendance actuelle du marché, bien qu'encore fragile et hésitante, semble résister à la décision des pays de l'OPEP de geler leurs quotas de production et à l'annonce d'une chute de huit millions de barils des stocks de brut américains.

L'évolution du prix du pétrole pour l'année 2008 reste incertaine, les marchés étant actuellement caractérisés par une volatilité extrême et persistante, reflétant en cela les incertitudes des opérateurs. Ainsi Goldman Sachs, la banque d'investissement la plus présente sur les marchés

de l'énergie, anticipe désormais un prix moyen du baril de l'ordre de 95\$ pour l'année à venir.

Au Maroc, les prix des produits pétroliers sur le marché local n'ont pas été impactés par les turbulences des marchés mondiaux au cours de l'année 2007 du fait du gel du mécanisme d'indexation. Ainsi, les charges du trésor au titre de la 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, au titre des produits pétroliers y compris le butane, 8,7 milliards de DH 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. Or, une simulation réalisée avec un baril à 90\$ montre que les charges de compensation s'élèveront à 13 milliards de DH pour la seule composante Produits pétroliers, hors butane, soit un surcoût de 49% par rapport aux prévisions de la Loi de Finances 2008.

Un niveau de prix supérieur à 75\$ sur le marché international devrait donc, si le mécanisme d'indexation est pleinement appliqué, conduire à une augmentation du prix domestique du gasoil. Cependant, nous anticipons le maintien, en 2008, de la prise en charge du différentiel entre le prix international et le prix de référence de la Loi de Finances 2008, bien que ceci puisse mener à terme à une forte augmentation des charges budgétaires.

On retient donc l'hypothèse d'une poursuite du mécanisme de compensation actuellement en vigueur (gel du mécanisme d'indexation), dont le coût est pris en charge par le budget, pour le présent exercice de prévision. La prévision centrale suppose ainsi une stagnation du prix du gasoil à la pompe au niveau actuel de 7,22 Dh par litre pour l'année 2007. Toutefois, un scénario alternatif de hausse du prix du gasoil à la pompe de l'ordre de 5%, intervenant au troisième trimestre 2008 est considéré afin d'apprécier les risques sur l'inflation découlant des incertitudes sur l'évolution du cours du pétrole pour l'année 2008.

6.2 Prévision d'inflation et balance des risques

Dans l'hypothèse de la non matérialisation des principaux risques discutés ci-après, la prévision centrale à l'horizon des quatre prochains trimestres reste en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. Ainsi, l'inflation devrait très probablement s'établir, au terme de l'année 2007, à 2,1% au lieu de 3,3% un an auparavant, confirmant ainsi les prévisions présentées dans le dernier Rapport sur la politique monétaire. La décélération de l'inflation en 2007 est essentiellement due à un recul du rythme de progression des prix des corps gras, l'année 2006 ayant été marquée par le réaménagement à la hausse de la TVA sur ces produits, à une baisse des prix des télécommunications ainsi qu'à un repli du taux d'accroissement des prix du transport en commun. L'inflation sous-jacente devrait quant à elle revenir de 3,2% en 2006 à 1,6% au terme de l'année 2007.

Pour l'horizon de prévision (quatre prochains trimestres), le scénario central indique une inflation moyenne de l'ordre de 2,3%. Pour le premier trimestre de l'année 2008, nous anticipons une inflation de l'ordre de 2,5%, essentiellement tirée par la hausse cyclique des prix des produits alimentaires. Ce taux devrait connaître une légère baisse à partir du deuxième trimestre de 2008, (2,4%), pour se situer à environ 2,1% à la fin du troisième trimestre (voir Tableau 6.1). Par rapport aux prévisions publiées dans le Rapport sur la politique monétaire en date du 25 septembre 2007, les prévisions d'inflation pour le premier et deuxième trimestre de 2008 ont été légèrement revues à la hausse, respectivement de 2,2% à 2,5% et de 2,0% à 2,4%. Plusieurs scénarios (pessimiste, optimiste et intermédiaire) ont été développés afin d'apprécier l'évolution probable de l'inflation sous-jacente au cours de l'année 2008, permettant ainsi de dégager un intervalle de prévision. Cette simulation laisse entrevoir un taux annuel compris entre 1,7% et 2,0% pour 2008.

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, avec toutefois un degré d'asymétrie inférieur à celui exhibé par le fan chart présenté dans le cadre du dernier RPM de septembre. Une telle asymétrie vers le haut du fan chart implique 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 et des prix des produits et matière premières agricoles) et, d'autre part, des risques liés à l'environnement national (incertitudes sur le maintien du gel du mécanisme d'indexation des prix des produits pétroliers, évolution rapide de l'agrégat M3 et du crédit bancaire et accentuation des pressions sur les salaires). 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.

Tableau 6.1 : Prévision de l'inflation pour l'année 2007-2008

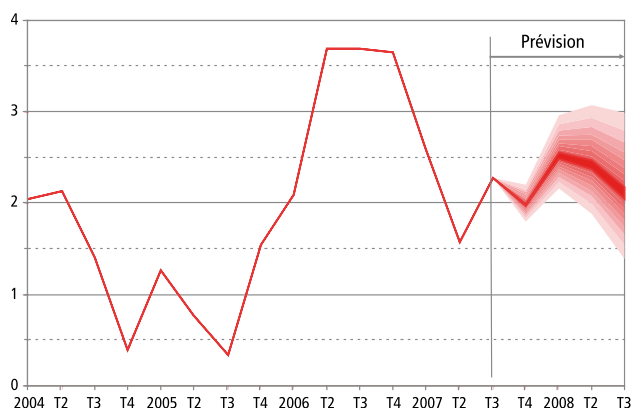
Glissement annuel

	2007		2008		Moyenne 2007	Moyenne Horizon de prévision
	4 ^{ème} trim	1 ^{er} trim	2 ^{ème} trim	3 ^{ème} trim		
Prévision d'Inflation	2	2,5	2,4	2,1	2,1	2,3

(P) Prévisions BAM.

Graphique 6.1 : Projections de l'ICV 2007 T4 - 2008 T3
Données trimestrielles

Glissement annuel (%)



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

Dépôt légal : 2007/0033

ISBN : *en cours*

BANK AL-MAGRIB

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

بنك المغرب
بنك المغرب

بنك المغرب
بنك المغرب