



◆ **RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE** ◆

N° 08 / 2008

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 23 septembre 2008





Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 23 septembre 2008

بنك المغرب

بنك المغرب
بنك المغرب

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

AEN	:	Avoirs Extérieurs Nets
AV 7 j	:	Avances à 7 jours
AV 24 H	:	Avances à 24 heures
BAM	:	Bank Al-Maghrib
BCE	:	Banque Centrale Européenne
BTP	:	Bâtiment et Travaux Publics
CNSS	:	Caisse Nationale de Sécurité Sociale
DH	:	Dirham
FBCF	:	Formation Brute de Capital Fixe
FD	:	Facilité de dépôt
FMI	:	Fond Monétaire International
HCP	:	Haut Commissariat au Plan
ICV	:	Indice du Coût de la Vie
IPM	:	Indice des prix à l'importation
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
OC	:	Office des changes
OMPIC	:	Office Marocain de la Propriété Industrielle et Commerciale
OPCVM	:	Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières
PIB	:	Produit Intérieur Brut
PL	:	Placements liquides
RPM	:	Rapport sur la politique monétaire
PME	:	Petites et Moyennes Entreprises
RL	:	Reprise de liquidités
SMIG	:	Salaire Minimum Interprofessionnel Garanti
TIC	:	Taxe Intérieure de Consommation
TMP	:	Taux Moyen Pondéré
TUC	:	Taux d'Utilisation des Capacités de production
TVA	:	Taxe sur la Valeur Ajoutée
VA	:	Valeur Ajoutée

SOMMAIRE

Liste des graphiques, des tableaux et des encadrés	5
Communiqué de presse	9
Aperçu général	11
1. Orientation de l'offre et de la demande globale	13
1.1 Production	13
1.2 Consommation	16
1.3 Investissement	17
1.4 Commerce extérieur	18
2. Pressions sur les capacités de production et marché du travail	22
2.1 Tensions sur les capacités de production	22
2.2 Tensions sur le marché du travail	23
3. Prix à l'importation	26
3.1 Inflation dans le monde	26
3.2 Prix du pétrole	27
3.3 Prix des matières premières	28
3.4 Indices des prix à l'import	29
4. Conditions monétaires et prix des actifs	33
4.1 Conditions monétaires	33
4.2 Prix des actifs	39
5. Evolution récente de l'inflation	42
5.1 Evolution de l'inflation	42
5.2 Biens et services	43
5.3 Biens échangeables et non échangeables	44
5.4 Indice des prix à la production industrielle	45
6. Perspectives de l'inflation	47
6.1 Hypothèses du Scénario de base	47
6.2 Prévision d'inflation et balance des risques	49

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Evolution trimestrielle du produit intérieur brut global, agricole et non agricole.....	12
Graphique 1.2	: Evolution de la valeur ajoutée du BTP et des ventes annuelles de ciment	13
Graphique 1.3	: Evolution annuelle de la production céréalière et de la valeur ajoutée agricole.....	13
Graphique 1.4	: Evolution en glissement annuel de la valeur ajoutée de certaines branches d'activité	13
Graphique 1.5	: Contributions des branches d'activités à la croissance globale	14
Graphique 1.6	: Evolution trimestrielle en glissement annuel de la consommation finale des ménages, des crédits à la consommation et des recettes de voyages	15
Graphique 1.7	: 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 E 1.1	: Répartition sectorielle de la valeur ajoutée.....	18
Graphique E 1.2	: Structure de la valeur ajoutée par secteurs institutionnels	18
Graphique E 1.3	: Répartition sectorielle de la consommation finale des ménages.....	19
Graphique E 1.4	: Répartition sectorielle de la FBCF.....	19
Graphique E 1.5	: Répartition de la FBCF par secteur institutionnel	19
Graphique 2.1	: Output-gap global	20
Graphique 2.2	: Output-gap non agricole	20
Graphique 2.3	: Output-gap non agricole retardé et inflation sous-jacente	20
Graphique 2.4	: Taux d'utilisation de la capacité de production dans l'industrie	21
Graphique 2.5	: Productivité apparente du travail	21
Graphique 2.6	: Evolution des composantes du coût unitaire de production	21
Graphique 2.7	: Taux d'emploi et de chômage en milieu urbain	22
Graphique 2.8	: Créations nettes d'emplois par secteur d'activité	22
Graphique 2.9	: Evolution du niveau des salaires et des effectifs employés dans l'industrie	23
Graphique 2.10	: SMIG trimestriel en termes nominal et réel	23
Graphique 3.1	: Cours mondial du pétrole et prix à la pompe au Maroc.....	24
Graphique 3.2	: Prix du carburant à la pompe et prix du transport	25
Graphique 3.3	: Indice des prix des matières premières alimentaires et du blé	26
Graphique 3.4	: Indice des prix des matières premières hors énergie et métaux	26
Graphique 3.5	: Indice des prix à l'import hors énergie	27
Graphique 3.6	: Indice des prix à l'import des produits alimentaires.....	27
Graphique E 3.1	: Parts de marché des principaux fournisseurs du Maroc hors énergie.....	28
Graphique E 3.2	: Structure des importations marocaines de la Chine	28
Graphique E 3.3	: Indice marocain des prix à l'import chinois	29
Graphique E 3.4	: Indice marocain des prix à l'import chinois des produits de consommation finale	29
Graphique E 3.5	: Indice américain des prix à l'import chinois	29
Graphique 3.7	: Indice des prix à l'import des produits miniers	30
Graphique 3.8	: Indice des prix à l'import des demis-produits	30

Graphique 4.1 : Evolution du taux interbancaire	31
Graphique 4.2 : Evolution de la structure par terme des taux d'intérêt sur le marché des valeurs du Trésor	32
Graphique E 4.1 : Evolutions de la position de liquidité et du TMP	32
Graphique E 4.2 : Position de liquidité et TMP du marché monétaire interbancaire	32
Graphique E 4.3 : Variation des réserves obligatoires	33
Graphique E 4.4 : Evolution de l'effet des facteurs de liquidité	33
Graphique E 4.5 : Intervention de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire	33
Graphique E 4.6 : Evolution de la moyenne et de l'écart-type du TMP du marché interbancaire.....	33
Graphique 4.3 : Evolution des taux débiteurs	34
Graphique 4.4 : Croissance annuelle de M3 et sa tendance	34
Graphique 4.5 : Excédent monétaire	34
Graphique 4.6 : Evolution annuelle des composantes de M3	34
Graphique 4.7 : Evolution annuelle des dépôts à vue des agents non financiers	35
Graphique 4.8 : Croissance annuelle du crédit bancaire et sa tendance	35
Graphique 4.9 : Structure des crédits par agent économique	35
Graphique 4.10 : Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets	36
Graphique 4.11 : Evolution trimestrielle des créances nettes sur l'Etat	36
Graphique 4.12 : Décomposition de la croissance de M3 par principales contreparties	36
Graphique 4.13 : Evolution annuelle des placements liquides	36
Graphique 4.14 : Evolution des titres des OPCVM monétaires et obligataires	37
Graphique 4.15 : PL4 et Masi	37
Graphique 4.16 : Taux de change du dirham	37
Graphique 4.17 : Taux de change effectif nominal et réel	37
Graphique 4.18 : Indices boursiers	38
Graphique 4.19 : Capitalisation boursière	38
Graphique 5.1 : Inflation et inflation sous-jacente	40
Graphique 5.2 : Contributions des principales composantes glissement annuel de l'inflation	40
Graphique 5.3 : Prix relatifs des biens transformés et des services hors transport privé par rapport à l'inflation	41
Graphique 5.4 : Contributions des prix des biens et services à l'inflation	42
Graphique 5.5 : Ecart des taux d'inflation entre biens transformés et services hors transport privé	42
Graphique 5.6 : Evolution des indices échangeables et des non échangeables	42
Graphique 5.7 : Evolution des contributions des échangeables et non échangeables à l'inflation	42
Graphique 5.8 : Evolution des indices des prix à la production industrielle	43
Graphique 5.9 : Contribution des principales rubriques à l'indice des prix à la production manufacturière	43
Graphique 5.10 : Indice de l'industrie de raffinage et prix du Brent	43
Graphique 5.11 : Evolution des prix des produits alimentaires au Maroc et sur les marchés internationaux	44
Graphique 6.1 : Fan chart des prévisions de l'inflation, 2008 T3 - 2009 T4	48

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1 : Evolution du PIB trimestriel par grandes branches d'activité	11
Tableau 1.2 : Production céréalière	12
Tableau 1.3 : Evolution de la balance commerciale	17
Tableau 2.1 : Indicateurs trimestriels d'activités et de chômage par milieu de résidence	22
Tableau 3.1 : Evolution récente de l'inflation dans le monde	24
Tableau 3.2 : Prévisions du prix du pétrole	25
Tableau 3.3 : Prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur	25
Tableau 3.4 : Evolution des Futures et des prévisions du blé	26
Tableau 4.1 : Evolution des taux de rendement des bons du Trésor à court terme sur le marché primaire	31
Tableau 4.2 : Taux créditeurs	32
Tableau 4.3 : Evolution des principales catégories du crédit bancaire	35
Tableau 4.4 : Valorisation du marché des actions	38
Tableau 5.1 : L'inflation et ses composantes	41
Tableau 5.2 : Indices des prix des biens et services	41
Tableau 6.1 : Prévision centrale de l'inflation pour 2008 T3-2009 T4	48

LISTE DES ENCADRES

Encadré 1.1 : Structure de l'économie marocaine au sens de la comptabilité nationale	18
Encadré 3.1 : Exportations chinoises, prix à l'importation et inflation	28
Encadré 4.1 : Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire	32
Encadré 4.2 : Principales dispositions du code d'éthique relatif au financement des actifs immobiliers adopté en mai 2008	39

بنك المغرب
بنك المغرب

COMMUNIQUE DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu sa réunion trimestrielle le 23 septembre 2008.
2. Le Conseil a examiné l'évolution de la situation économique, monétaire et financière depuis sa réunion du 17 juin 2008, ainsi que les prévisions établies par les services de la Banque à l'horizon du quatrième trimestre 2009.
3. Sous l'effet de la matérialisation de certains facteurs de risques relevés lors de sa réunion du mois de juin, le Conseil a constaté que les pressions sur les prix se sont intensifiées. L'inflation en glissement annuel s'est établie à 4,8% en août 2008, 5,1% en juillet et 4,7% en juin. Pour sa part, l'inflation sous-jacente, qui reste à un niveau sensiblement supérieur à 4% depuis mars 2008, a atteint 4,4% en août.
4. L'appréciation du Conseil est que cette évolution s'explique largement par la persistance des effets de propagation, directs et indirects, des prix des produits de base importés et du pétrole sur l'inflation. Les données et analyses disponibles laissent également apparaître une poursuite de la diffusion de la hausse des prix des biens échangeables vers les non échangeables, en particulier les services. Les pressions sur les prix sont encore plus perceptibles au niveau des prix à la production industrielle, l'indice des industries manufacturières ayant augmenté de 28,2%, après une hausse de 26,5% enregistrée en juin.
5. Parallèlement, les fondamentaux macroéconomiques demeurent solides. Les données publiées depuis le dernier Conseil, ainsi que les prévisions macroéconomiques de Bank Al-Maghrib, tendent en effet à confirmer une nette reprise de l'activité économique tirée par la demande, malgré le ralentissement de la croissance mondiale, et plus particulièrement dans la zone euro, notre principal partenaire. Cette évolution est corroborée par la poursuite du dynamisme du crédit qui a progressé, en glissement annuel, de 25,4% en juillet, après 28,7% au deuxième trimestre.
6. En comparaison avec juin 2008, la prévision centrale a été révisée à la hausse. Sur l'horizon de prévision, elle est en effet passée d'une moyenne de l'ordre de 2,5% à un rythme de progression légèrement inférieur à 4%. Au quatrième trimestre de l'année 2009, elle se maintiendrait à un rythme supérieur à 3% en glissement annuel, en dépit de la contraction prononcée de la croissance mondiale, de la baisse envisagée du rythme de progression des prix à l'importation, et de la poursuite de la contraction de l'excédent monétaire.
7. Pour les prochains trimestres, les risques entourant la prévision centrale continuent d'être orientés à la hausse. Au plan externe, ils sont liés à l'évolution future des prix des hydrocarbures et de ceux des produits et matières premières. Au plan interne, ils découlent de l'impact des prix mondiaux sur le système de compensation, du rythme de progression rapide des crédits, ainsi que du développement des tensions provenant du marché du travail.
8. Dans ce contexte marqué par des perspectives d'inflation et une balance des risques orientées à la hausse, le Conseil considère qu'il est essentiel de prévenir les effets de second tour en limitant les risques sur la stabilité des prix à moyen terme, afin de préserver le pouvoir d'achat et de maintenir les conditions nécessaires à une croissance viable.
9. En conséquence, le Conseil a décidé de relever le taux directeur de 25 points de base, à 3,50%, tout en continuant à être très vigilant quant à l'évolution de l'inflation et des facteurs de risques au cours des prochains mois.

Rabat, le 23 septembre 2008

بنك المغرب
بنك المغرب

APERÇU GENERAL

Sous l'effet de la matérialisation de certains facteurs de risques relevés dans le cadre du Rapport sur la politique monétaire de juin, les pressions sur les prix se sont intensifiées en juillet 2008. L'inflation s'est ainsi établie à 5,1% en glissement annuel, après avoir atteint 4,7% en juin et 5,4% en mai en raison de la poursuite de la hausse des prix des produits alimentaires de base, ainsi que du relèvement des prix de certains carburants. Le renchérissement des produits frais a également contribué à cette évolution. L'inflation sous-jacente s'est maintenue à un rythme de croissance élevé en glissement annuel, soit 4,7%, après 4,8% en juin et 4,9% en mai. Par ailleurs, la décomposition de l'inflation par nature de produits, laisse apparaître une poursuite de l'effet de diffusion des prix des échangeables vers les non échangeables, en particulier les services. Les pressions sur les prix sont également perceptibles au niveau des prix de la production industrielle, l'indice des industries manufacturières ayant augmenté de 28,2%, après une hausse de 26,5% enregistrée en juin. En effet, et compte tenu de l'augmentation des prix à l'importation, les coûts des intrants des entreprises manufacturières ont enregistré une forte hausse qui s'est répercutée sur les prix à la production industrielle, notamment dans l'industrie du raffinage et les industries alimentaire, chimique et métallurgique.

Les données disponibles ainsi que les prévisions macroéconomiques pour 2008 tendent à confirmer la reprise de l'activité économique nationale, malgré le ralentissement de la croissance économique dans la zone euro. Elle est essentiellement tirée, au plan sectoriel, par le rebond du secteur primaire, le dynamisme continu des activités non agricoles, et par la vigueur de la consommation et de l'investissement. En effet, après avoir progressé de 7% au premier trimestre, la croissance devrait se situer en moyenne à 6,7% au cours des deuxième et troisième trimestres 2008, et aux alentours de 6,5% pour l'ensemble de l'année.

Dans ces conditions, l'output gap global, selon les estimations de Bank Al-Maghrib, a affiché une valeur positive au cours du deuxième trimestre 2008. L'output gap non agricole a également affiché une valeur positive supérieure à celle enregistrée pendant la même période de l'année précédente. La tendance de ces deux indicateurs devrait se maintenir pour l'ensemble de l'année. Pour sa part, le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur industriel, a progressé au terme du mois de juillet 2008, après la baisse enregistrée le mois précédent. Dans ce contexte, les conditions d'emploi se sont améliorées au deuxième trimestre 2008. En outre, comme indiqué au précédent Rapport sur la politique monétaire, l'augmentation du SMIG en juillet 2008 et 2009 aura un effet significatif et durable sur l'inflation. Au total, l'analyse de l'ensemble de ces indicateurs laisse entrevoir un accroissement des pressions sur les prix au cours des prochains trimestres.

Au niveau monétaire, les derniers chiffres disponibles indiquent que l'orientation des conditions monétaires n'a pas connu de changements significatifs depuis le dernier RPM. Elles demeurent en effet marquées par la poursuite tant du ralentissement de la croissance monétaire que du dynamisme du crédit, dont le rythme de progression s'est toutefois légèrement atténué. Le rythme de croissance de M3 est revenu à 12,2% en juillet, après 13,8% en moyenne au cours du premier semestre, réduisant l'ampleur de l'excédent monétaire. Bien que son expansion demeure relativement vigoureuse, le crédit bancaire a connu en juillet une légère décélération, en glissement annuel, en liaison avec le recul de la croissance de l'ensemble des catégories de crédit et la contraction de l'encours des créances en souffrance. Les concours alloués aux entreprises demeurent prépondérants, indiquant la contribution soutenue du crédit au renforcement de la production et des investissements, mais pourraient connaître un certain ralentissement durant les prochains trimestres sur la base des résultats de l'enquête que mène Bank Al-Maghrib auprès du système bancaire.

Concernant les taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib indiquent qu'ils se sont inscrits en baisse entre le premier et le deuxième trimestre 2008, revenant globalement à leur niveau moyen observé depuis le deuxième trimestre 2007.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments, et en comparaison avec les prévisions présentées dans le Rapport sur la politique monétaire de juin 2008, la prévision centrale a été révisée à la hausse compte tenu de la matérialisation de certains risques au cours de ces derniers mois. Sur l'horizon de prévision, elle est en effet passée de 2,7% à 3,8% dans ce RPM. Cette révision découle, d'une part, de l'écart relevé au deuxième trimestre entre la réalisation et la prévision d'inflation et, d'autre part de la matérialisation de certains risques et une meilleure visibilité sur l'évolution future de certains indicateurs, modifiant ainsi les hypothèses retenues dans nos modèles de prévision.

Il est à noter que Bank Al-Maghrib présente, dans le cadre de ce RPM, une prévision d'inflation à taux d'intérêt fixe (taux directeur à 3,25%) sur 6 trimestres. Elle n'intègre donc pas la décision prise lors du Conseil du 23 septembre 2008 de porter le taux directeur de 3,25% à 3,50%. Cette extension de l'horizon de prévision devrait permettre une meilleure visibilité de l'évolution future de l'inflation.

Sous l'hypothèse de non matérialisation des principaux facteurs de risque identifiés, la prévision centrale de l'inflation sur l'horizon des six prochains trimestres se situe en moyenne à 3,8%. Pour le troisième trimestre de l'année 2008, nous anticipons un rebond de l'inflation à 4,6%. Au quatrième trimestre de l'année en cours, la prévision centrale s'établit à 4,2%. Pour l'ensemble de l'année 2008, elle atteindrait en moyenne 3,9%, niveau sensiblement supérieur au rythme prévu lors du précédent Rapport de politique monétaire tandis qu'au quatrième trimestre de l'année 2009, elle se maintiendrait autour de 3,5% en glissement annuel.

Pour les prochains trimestres, les risques et l'incertitude entourant la prévision centrale de l'inflation restent toujours orientés à la hausse. Au plan externe, ils sont liés à l'évolution future des prix des hydrocarbures et de ceux des produits et matières premières agricoles. Au plan interne, ils découlent des incertitudes sur les changements qui seront apportés à la gamme des produits pétroliers subventionnés, au rythme de progression des crédits qui demeure élevé, ainsi qu'aux répercussions anticipées de la hausse du SMIG sur les salaires.

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

La reprise de l'activité économique nationale en 2008 se confirme, en dépit du ralentissement de la croissance dans la zone euro, notre principal partenaire économique. Après avoir progressé de 7% au premier trimestre, la croissance nationale devrait se situer en moyenne à 6,7% aux deuxième et troisième trimestres. Elle demeure stimulée par le rebond du secteur primaire, la poursuite du dynamisme des activités non agricoles et par la vigueur de la consommation et de l'investissement. La contribution du commerce extérieur à la croissance reste négative, le taux de couverture, à fin juillet, étant revenu de 51,3% à près de 50,8%. Selon nos prévisions, le taux de croissance de l'économie marocaine se situerait en 2008 aux alentours de 6,5%.

1.1 Production

Sur la base des prévisions de Bank Al-Maghrib, l'activité économique aura été stimulée, au premier semestre 2008, par la reprise du secteur agricole tirée par le renforcement de la production céréalière et par le dynamisme des activités non agricoles. En dépit du ralentissement de la croissance européenne, le taux de croissance de l'économie nationale a connu, au cours de cette période, une évolution de l'ordre de 6,9% à la faveur de la vigueur de la demande intérieure.

En effet, après avoir augmenté de 9,5% au premier trimestre 2008, la valeur ajoutée agricole a progressé de 10,2% au deuxième trimestre et devrait croître de 9,6% au troisième trimestre, laissant indiquer un redressement des activités agricoles en 2008. Selon les derniers chiffres du Ministère de l'Agriculture et de la Pêche Maritime, la production céréalière au titre de la campagne agricole 2007-2008 a atteint 51,2 millions de quintaux au lieu de 23,5 millions de quintaux lors de la campagne précédente. L'amélioration des indicateurs pluviométriques au cours de la campagne précédente a largement contribué à ce résultat. Celui-ci demeure toutefois inférieur à la moyenne des cinq dernières campagnes, chiffrée à 62,8 millions de quintaux. Du total de la récolte céréalière, le blé tendre représente 49% tandis que le blé dur et l'orge en constituent 24% et 26% respectivement.

Au terme de la campagne d'exportation des agrumes et des primeurs, les ventes à l'étranger des agrumes se sont contractées de 9% alors que celles de primeurs se sont redressées de 14%. Pour ce qui est de l'élevage, l'activité devrait se consolider, sous l'effet de la disponibilité de l'alimentation du bétail et l'amélioration de la production avicole.

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

Branches d'activités	2007*				2008		
	TI	TII	TIII	TIV	TI	TII(P)	TIII(P)
Agriculture	-18,8	-21,6	-21,7	-21	9,5	10,2	9,6
VA non agricole	5,7	6,1	6,4	6,4	6,5	5,1	5,0
Pêche	-15,3	-3,3	-15,1	-8,5	44,7	20,0	17,0
Industrie d'extraction	11,7	10,1	9,4	5,5	2,6	3,4	3,1
Industrie (hors raffinage de pétrole)	3,1	4,4	4,1	5,0	5,3	4,5	4,9
Raffinage de pétrole et autres produits d'énergie	25,7	32,4	66,1	56,5	23,1	15,0	10,0
Electricité et eau	7,5	5,7	9,1	1,0	6,6	5,0	4,8
Bâtiment et travaux publics	11,2	14,1	11,7	9,8	10,3	8,9	9,6
Commerce	2,0	2,2	2,4	3,2	5,1	4,4	4,3
Hôtels et restaurants	6,7	1,8	4,8	3,2	-1,8	-0,3	0,4
Transports	7,5	6,9	8,7	10,2	6,2	6,0	5,7
Postes et télécommunications	10,6	10,5	10,4	10,2	11,0	10,6	11,0
Activités financières et assurances	16,2	18,0	19,1	21,3	20,2	16,2	15,5
Services rendus aux entreprises et services personnels	7,3	7,7	8,1	8,2	6,8	5,4	5,2
Administration publique générale et sécurité sociale	2,1	2,4	2,8	2,8	5,7	3,6	3,4
Education, santé et action sociale	7,3	7,9	7,9	8,7	4,5	3,7	3,5
Impôts sur les produits nets des subventions	12,0	12,3	8,1	10,0	6,6	5,6	5,5
Produit intérieur brut	3,0	2,6	2,5	2,7	7,0	6,8	6,7

(*) Les comptes trimestriels de la nation ont connu d'importantes révisions à partir du premier trimestre 2006. A titre d'exemple, le taux de croissance du PIB au premier trimestre 2007 a été revu à la hausse de 1,1 point de pourcentage (3% au lieu de 1,9%) et de 0,9 point de pourcentage au deuxième trimestre (2,6% au lieu de 1,7%). Les branches de raffinage de pétrole, de la pêche et de l'industrie extractive ont connu les plus fortes révisions.

Sources : HCP et prévisions de BAM

Après la performance de 44,7% au premier trimestre, l'activité de la pêche devrait poursuivre son dynamisme en 2008, bien qu'à un rythme plus modéré. Sa valeur ajoutée devrait progresser respectivement de 20% et de 17% aux deuxième et troisième trimestres. Les débarquements de la pêche côtière et artisanale, réalisés à fin juillet, se sont accrus en volume de 12% et de 38% en valeur, s'élevant ainsi à 356.197 tonnes pour une valeur de 2,8 milliards de dirhams.

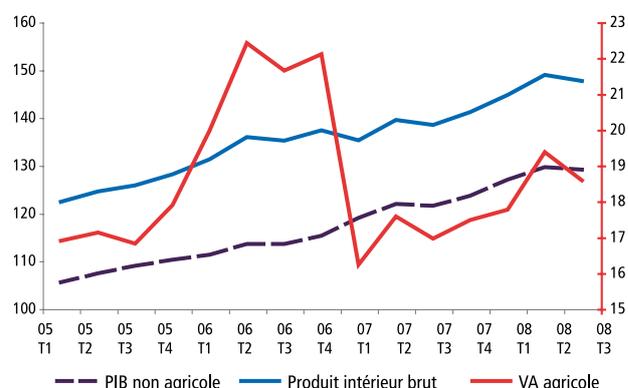
Parallèlement, la valeur ajoutée des activités non agricoles devrait, quant à elle, se consolider au cours des deuxième et troisième trimestres, pour atteindre 5% en moyenne, performance avoisinant celle de 5,5% enregistrée au titre des deux dernières années.

La valeur ajoutée des activités extractives devrait augmenter de 3,1% au troisième trimestre, soit un rythme de progression assez proche de celui enregistré au deuxième trimestre. Les exportations de phosphates, dont le volume a augmenté de 1,4%, ont plus que triplé entre juillet 2007 et juillet 2008, en liaison avec la forte hausse du prix du phosphate brut. En une année, celui-ci est en effet passé en moyenne de 80 dollars la tonne à plus de 367 dollars.

S'agissant de l'activité énergétique, elle resterait favorablement orientée au troisième trimestre 2008 pour évoluer de près de 5% en glissement annuel et ce, en liaison avec la bonne orientation des activités de raffinage et la consolidation de la valeur ajoutée de la branche « électricité et eau ».

Quant à la valeur ajoutée de l'activité industrielle hors raffinage de pétrole, elle devrait se consolider au cours des deuxième et troisième trimestres, avec un rythme de progression moyen prévu de 4,7%. Cette performance serait liée à celle de l'activité agroalimentaire, favorablement impactée par les résultats du secteur agricole. Plusieurs éléments d'information semblent confirmer cette orientation. Les exportations des biens finis d'équipement se sont inscrites en hausse de 14,4% en juillet, en liaison avec l'amélioration des exportations de fils et câbles pour l'électricité et des voitures industrielles. Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrif

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



Sources : HCP et prévisions de BAM

Tableau 1.2 : Production céréalière (données définitives)

Céréales	Campagne agricole 06-07			Campagne agricole 07-08		
	Production d'automne (1000 qx)	Superficie (1000 ha)	Rendement (qx/ha)	Production (1000 qx)	Superficie (1000 ha)	Rendement (qx/ha)
Blé tendre	10 688	1 729	6,2	25 295	1 930	13,1
Blé dur	5 138	843	6,1	12 400	928	13,4
Orge	7 626	1 993	3,8	13 532	2 181	6,2
Total	23 452	4 565	5,1	51 227	5 039	10,2

Source : Ministère de l'Agriculture et de la Pêche Maritime

dans l'industrie, pour le même mois, font ressortir une amélioration des ventes et des commandes globales ainsi qu'une appréciation du niveau des prix. En outre, le taux d'utilisation des capacités de production s'est stabilisé à 72%. Hors raffinage, ce taux s'est situé à 74%.

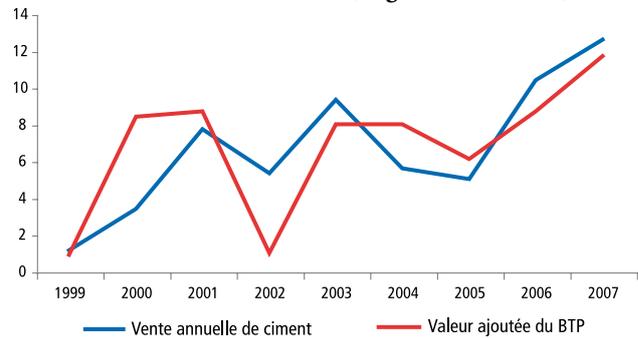
De son côté, l'activité du BTP devrait confirmer sa bonne orientation aux deuxième et troisième trimestres, sa valeur ajoutée devant augmenter respectivement de 8,9% et de 9,6%. Cette évolution serait liée à la persistance d'une demande importante en logements neufs, à la progression soutenue des crédits immobiliers et à la poursuite des grands chantiers d'infrastructure. En juillet, les ventes de ciments se sont accrues de 15,3%, soit presque au même rythme que celui observé au premier semestre.

Après une contraction de 1% au premier semestre, la valeur ajoutée de la branche « hôtels et restaurants » devrait connaître un rebond de 0,4% au troisième trimestre. Cette faible performance serait imputable principalement au recul continu depuis le début de l'année des nuitées enregistrées dans les établissements classés. En dépit de l'accroissement enregistré au niveau du flux touristique, estimé à 9% à fin juillet, les principales destinations connaissent, en effet, une baisse des nuitées effectuées notamment par les touristes français (-9%), anglais (-21%) et allemands (-11%). Cette évolution serait liée au ralentissement de la croissance de la zone euro et du Royaume-Uni, principaux émetteurs. Aussi, le taux d'occupation a perdu 4 points de base sur un an, revenant à 46%.

Concernant le secteur du transport, sa valeur ajoutée devrait augmenter de 5,7% au troisième trimestre, après avoir progressé de 6,1% au premier semestre, à la faveur de la consolidation du trafic aérien. En effet, le nombre de passagers internationaux ayant transité par les aéroports du Royaume s'est inscrit en hausse de 13% pour atteindre un total de 5,2 millions de passagers.

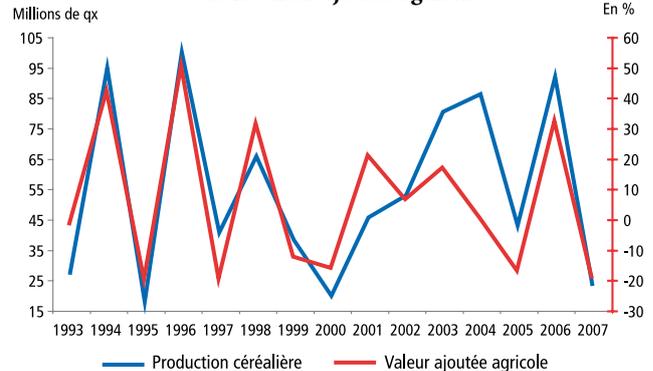
Pour sa part, l'activité du secteur des postes et télécommunications, dont la valeur ajoutée s'est accrue de 11% au premier semestre de l'année, conserverait le même rythme de progression au troisième trimestre. Le dynamisme soutenu des marchés de la téléphonie mobile et fixe ainsi que

Graphique 1.2 : Evolution de la valeur ajoutée du BTP et des ventes annuelles de ciment (en glissement annuel)



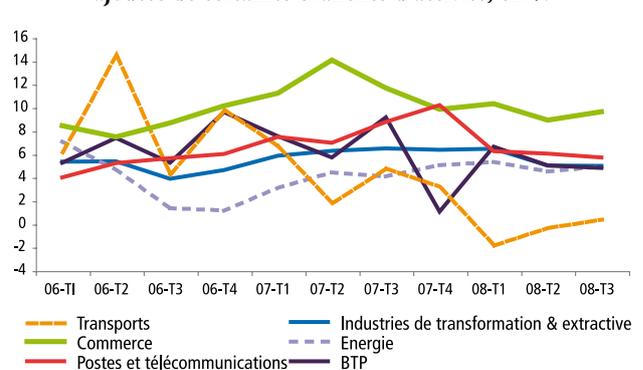
Source : HCP

Graphique 1.3 : Evolution annuelle de la production céréalière et de la valeur ajoutée agricole



Sources : Ministère de l'Agriculture et de la Pêche Maritime, HCP

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



Sources : HCP et prévisions de BAM

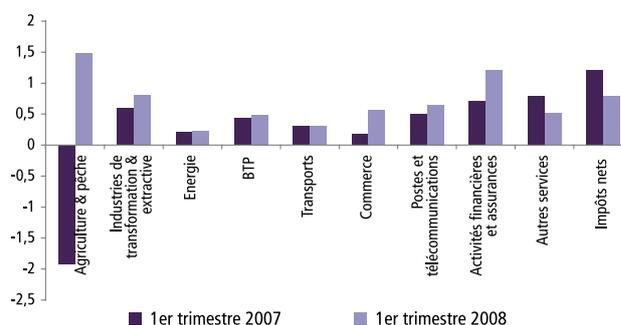
de l'Internet, dont le nombre des abonnés s'est accru au premier semestre respectivement de 21%, de 54% et de 36%, confirme cette évolution. Le taux de pénétration de la téléphonie mobile et fixe s'est situé respectivement à 69,4% et à 8,9%.

Globalement, la croissance économique devrait atteindre 6,7% au troisième trimestre 2008, portée par l'amélioration des activités agricoles, la bonne orientation des activités non agricoles et la consolidation de la consommation et de l'investissement. Au terme de l'année 2008, le taux de croissance devrait se situer aux alentours de 6,5%.

1.2 Consommation

Dans un contexte caractérisé par le ralentissement de la croissance mondiale et notamment celle de notre principal partenaire économique, la consommation demeure l'un des principaux piliers de la croissance nationale. La consommation finale nationale devrait se consolider au cours de l'année 2008, tirée par le renforcement de la consommation des ménages et de celle des administrations publiques. La consommation des ménages est impulsée par l'amélioration des revenus des ménages ruraux stimulée par la reprise des activités agricoles, l'augmentation de 3,2 points de base de la part de l'emploi rémunéré et le renforcement, à fin juillet, de 5,2% des transferts des marocains résidant à l'étranger. Ces derniers se sont établis à près de 30,8 milliards de dirhams, en hausse de 33,7% par rapport à la moyenne des recettes des sept premiers mois des années 2003-2007. La consommation des ménages devrait, en outre, bénéficier de la revalorisation des salaires intervenue en juillet sur la base des négociations dans le cadre du dialogue social, ayant eu lieu au cours des premiers mois de l'année. Le dynamisme de la consommation des ménages semble se confirmer, à fin juillet, par l'accroissement de 11,6% des importations des produits finis de consommation à la faveur d'une progression de 25,7% des acquisitions de voitures de tourisme, par la hausse de 40,4% des importations des produits alimentaires, notamment du blé, du maïs et du beurre et par le renforcement de 36,4% des crédits à la consommation dont l'encours s'est établi à près de 23,4 milliards de dirhams. La forte progression des dépenses de compensation, dont

Graphique 1.5 : Contributions des branches d'activités à la croissance globale, en %



Sources : HCP et calculs de BAM

le niveau a atteint 18,9 milliards de dirhams à fin juillet, devrait contribuer à maintenir le pouvoir d'achat des ménages, atténuant en partie l'impact de l'augmentation de 1 dirham des prix à la pompe du « gasoil 350 », de l'« essence super » et du « sans plomb », entrée en vigueur en juillet dernier. Pour leur part, les recettes de voyages, chiffrées à 31,7 milliards de dirhams à fin juillet, n'ont augmenté que de 1,8% seulement sur un an, indiquant l'importante contraction du rythme de progression de la consommation finale des ménages non résidents. La consommation des administrations publiques, quant-à-elle, a été marquée, à fin juillet, par le renforcement de 5,9% des dépenses de fonctionnement, pour un montant de près de 62 milliards de dirhams. Ces dépenses ont été tirées par l'augmentation de 5,9% aussi bien des dépenses de personnel que des autres dépenses de biens et services.

Au total, suite à la révision du cadre macroéconomique de BAM, la consommation finale nationale devrait progresser de 9,4%, sous l'effet d'un accroissement de 10,3% de la consommation finale des ménages et d'une augmentation de 6,5% de celle des administrations publiques.

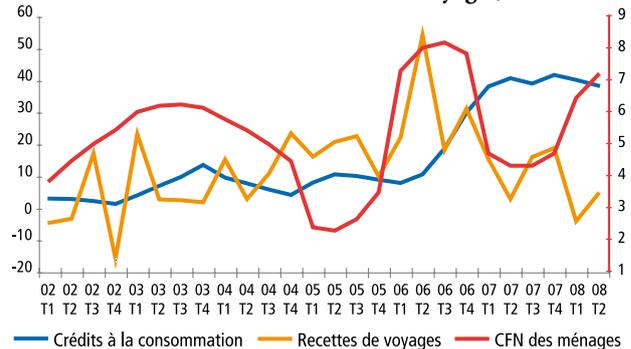
1.3 Investissement

Les indicateurs disponibles à fin juillet 2008 laissent entrevoir la poursuite du dynamisme de l'investissement pour le reste de l'année. Selon les dernières prévisions, la formation brute de capital fixe devrait progresser de 15,4%. L'investissement aura bénéficié de l'augmentation en valeur de 23,3% des importations de produits finis d'équipement et de celle de 27,8% des crédits à l'équipement.

Pour leur part, les recettes des investissements et prêts privés étrangers, bien qu'en repli de 12,3% sur un an, ont marqué une progression de 22,9% par rapport à la moyenne des recettes de janvier à juillet des années 2003-2007. Dans ce total, les recettes des investissements directs étrangers, qui ont représenté 81,6%, ont régressé de 11,6% pour atteindre 16,7 milliards de dirhams contre 18,9 milliards un an auparavant.

L'investissement dans le secteur immobilier demeure soutenu, profitant du dynamisme de

Graphique 1.6 : Evolution trimestrielle en glissement annuel de la consommation finale des ménages, des crédits à la consommation et des recettes de voyages, en %



Sources : HCR, Office des Changes et calculs de BAM

la demande en logements. Sur les sept premiers mois de l'année, les crédits à l'immobilier ont augmenté de 33,7%, corroborant ainsi cette bonne orientation.

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 de juillet 2008, laissent entrevoir une amélioration du climat des affaires, marqué par l'octroi de 37.852 certificats négatifs, en hausse de 6% à fin juillet 2008. Globalement, ces intentions de créations ont été destinées aux secteurs des services, du commerce et du BTP, à hauteur respectivement de 52%, 23% et 13 %.

De plus, sur un total de 59 projets soumis, la commission des investissements a approuvé, à fin juillet 2008, 39 projets d'un montant global de 36,5 milliards de dirhams et permettraient la création, éventuellement, de 12.890 emplois.

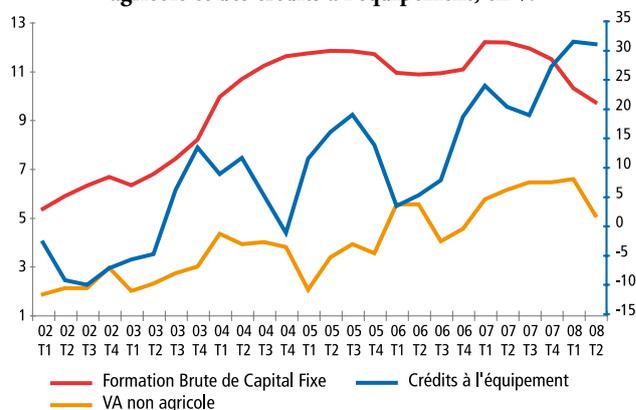
Par ailleurs, les dépenses d'investissement du trésor ont totalisé, à fin juillet 2008, près de 24,6 milliards de dirhams, soit une augmentation de 52,6% par rapport à la même période de 2007.

1.4 Commerce extérieur

Au terme des sept premiers mois de 2008, la balance commerciale a dégagé un déficit en aggravation de 31,2% en glissement annuel, au lieu de 23,6% un an auparavant. Ce creusement est imputable à la hausse de 29,9% (+42,5 milliards de dirhams) des importations, rythme plus élevé que l'accroissement de 28,7% (+20,9 milliards de dirhams) affiché par les exportations, contre des hausses respectives de 16,2% et 9,9% au terme de la même période de 2007. Aussi, le taux de couverture s'est-il légèrement détérioré, revenant en un an, de 51,3% à 50,8%.

L'augmentation des exportations est principalement attribuable à l'expansion des ventes de phosphates et dérivés qui ont plus que doublé en valeur. Hors phosphates, les exportations ont seulement progressé de 3,2%, en relation essentielle-ment avec l'accroissement des ventes de produits de la pêche, de fils et câbles pour l'électricité et d'agrumes. Des régressions notables ont été enre-

Graphique 1.7 : 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

gistrées au niveau des exportations de vêtements confectionnés, d'articles de bonneterie et de composants électroniques, notamment sous l'effet du ralentissement de la demande étrangère de ces produits provenant de notre principal partenaire commercial, en liaison avec la décélération de la croissance économique dans cette zone.

Parallèlement, l'expansion des importations est imputable essentiellement à la hausse des acquisitions de produits énergétiques et de biens d'équipement. En effet, la facture énergétique a augmenté sous l'effet de l'alourdissement de 54,3% des importations du pétrole brut dû à son renchérissement. Pour leur part, les importations de biens d'équipement et de demi-produits ont enregistré des accroissements sensibles, reflétant le dynamisme de la demande tant publique que privée. Les importations de produits bruts se sont également inscrites en hausse, du fait de la progression des achats de soufre et d'huiles végétales brutes. La facture alimentaire a, de son côté, marqué une hausse notable résultant surtout des approvisionnements en blé et en maïs.

Les dernières projections établies par l'OCDE, ainsi que par la plupart des organismes internationaux, font ressortir des taux de croissance économique en baisse pour la zone euro, au titre du second semestre 2008. Ceci devrait se traduire par une régression encore plus accentuée des exportations marocaines, hors phosphates et dérivés. Quant aux importations, elles devraient continuer de progresser en relation avec le renchérissement des prix des matières premières qui resteraient selon ces mêmes prévisions à des niveaux élevés et volatils.

Tableau 1.3 : Evolution de la balance commerciale entre janvier et juillet (en glissement annuel)

(En millions de dirhams)	J-J	J-J	Variations	
	2007	2008	Montant	%
Exportations globales	72 900	93 799	+20 899	+28,7
Exportations de phosphates et dérivés	12 077	31 019	+18 942	+156,8
Exportations hors phosphates et dérivés	60 823	62 780	+1 957	+3,2
Vêtements confectionnés	12 402	11 676	-726	-5,8
Articles de bonneterie	4 705	4 056	-649	-13,8
Agrumes	1 883	2 151	+268	+14,3
Importations globales	142 122	184 612	+42 490	+29,9
Importations de produits énergétiques	26 784	40 999	+14 251	+53,3
Autres importations	115 338	143 613	+28 275	+24,5
Blé	3 214	6 654	+3 440	+107,0
Biens d'équipements	32 655	40 254	+7 599	+23,3
Biens de consommation	27 907	31 156	+3 249	+11,6
Déficit commercial	-69 222	-90 813	+21 591	+31,2

Source : OC

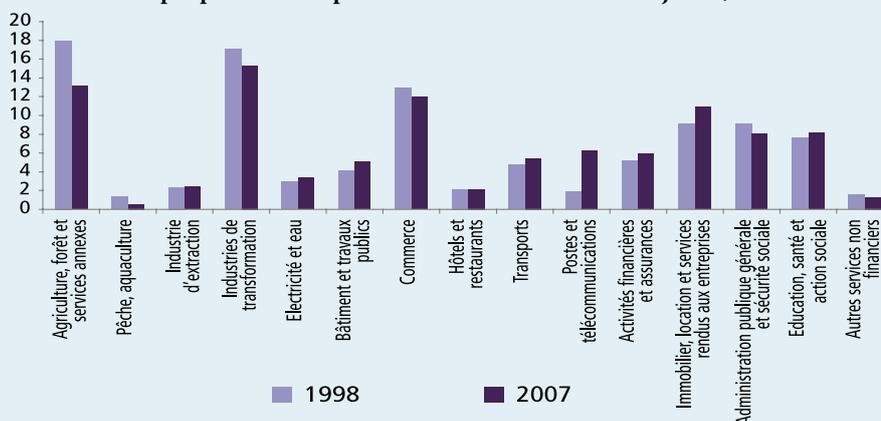
Encadré 1.1 : Structure de l'économie marocaine au sens de la comptabilité nationale

Structure sectorielle de la valeur ajoutée

Sur l'ensemble de la période 1998-2007, la répartition sectorielle de la valeur ajoutée globale a connu des changements notables. Le secteur tertiaire représente aujourd'hui une part moyenne de 57 % de la valeur ajoutée globale suivi par le secteur secondaire avec 26% et le secteur primaire avec 16%. Le poids de la valeur ajoutée agricole a baissé de 5 points de pourcentage, 13% en 2007 contre 18% en 1998. De même pour le secteur de la pêche et l'aquaculture dont la part s'est réduite à 0,5% en 2007 contre 1,3% en 1998.

Le poids du secteur secondaire est demeuré stable durant la période allant de 1998 à 2007. L'industrie mécanique, métallurgique et électrique s'est renforcée au cours des dix dernières années, sa contribution à la valeur ajoutée s'est élevée à 3,4% en 2007 au lieu de 2,8% en 1998. Par contre, les industries alimentaires, du textile et du cuir et celles de la chimie et parachimie ont vu leurs poids relatifs se réduire sur la période. L'industrie minière a maintenu sa part à 2,4%. La part de valeur ajoutée du secteur du bâtiment et travaux publics s'est renforcée en passant de 4,1% en 1998 à 5,1% en 2007.

Graphique E 1.1 : Répartition sectorielle de la valeur ajoutée, en%



Source : HCP

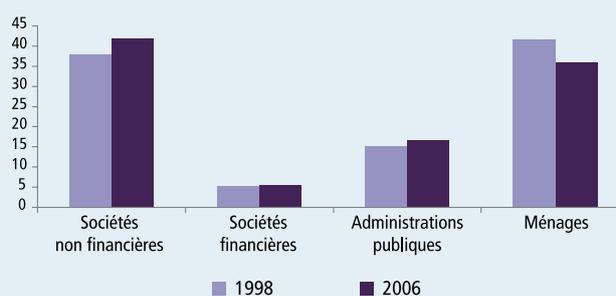
Le secteur tertiaire s'est renforcé pour atteindre environ 60% de la valeur ajoutée globale en 2007 alors qu'il était de 54% en 1998, tirée par la branche « postes et télécommunications » dont la contribution a fortement augmenté, passant de 1,9% en 1998 à 6,3% en 2007, suite à la forte progression des NTIC et à la montée en puissance de l'utilisation de la téléphonie (fixe et mobile) et de l'Internet.

Au niveau des services, les parts des deux secteurs « commerce » et « administration publique générale et sécurité sociale » ont baissé au cours de la période, passant respectivement de 12,9% et 9,2% en 1998 à 12% et 8,1%. Les poids des branches « transport » et « activités financières et assurances » ont augmenté légèrement, alors que celui de la branche « hôtels et restaurants » est resté quasiment stable autour de 2,1% de la valeur ajoutée globale.

S'agissant de la répartition de la valeur ajoutée globale par secteurs institutionnels, les contributions des sociétés non financières et des ménages se situent respectivement à 40% et 38% en moyenne sur la période allant de 1998 à 2006, ce qui indique l'importance du secteur informel dans la structure de l'économie marocaine. Ce dernier a vu son poids diminué en faveur du secteur formel.

De son côté, la contribution des administrations publiques a augmenté pour atteindre 17% en 2006 contre 15% en 1998. La part des sociétés financières s'est accrue de seulement un point de pourcentage pour atteindre 6% en 2006.

Graphique E 1. 2 : Structure de la valeur ajoutée par secteurs institutionnels, en%



Source : HCP

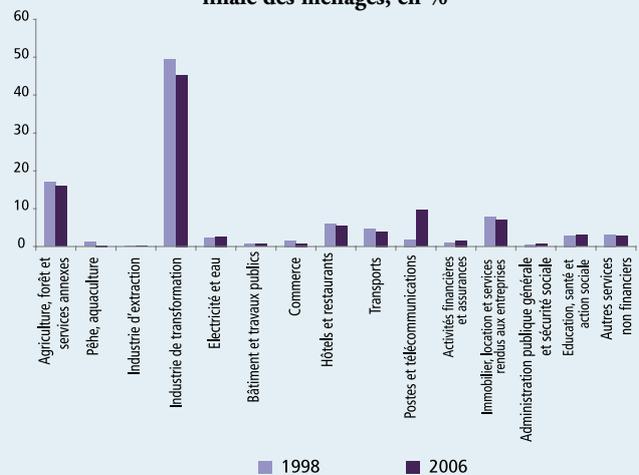
La consommation

La consommation finale des ménages représente en moyenne 58,6% du produit intérieur brut. Cette part a légèrement baissé entre 1998 et 2007, passant de 61% à 58,4%. Par contre, le poids de la consommation finale des administrations publiques a augmenté progressivement de 16,7% en 1998 à 18,2% en 2007.

La part de la consommation des produits de l'industrie alimentaire a régressé de 5 points de pourcentage, représentant 23% de la consommation finale des ménages en 2007 contre 28% en 1998. Les autres produits industriels se caractérisent par une structure presque stable, à l'exception de l'industrie mécanique métallurgique et électrique, dont la part a passé de 3,5% à 8,3%. Globalement, le secteur de l'industrie représente environ 50% du total des dépenses de la consommation finale des ménages.

La part du secteur tertiaire dans les dépenses des ménages a nettement augmenté, constituant 36% en 2007 contre 29,3% en 1998. Cette tendance haussière observée sur toute la période est expliquée principalement par l'importance accordée aux services depuis quelques années. Les activités relatives à la branche « postes et télécommunications » ont connu un progrès technique très important particulièrement, sous l'impulsion de la technologie numérique, la concurrence et la libéralisation du marché. Les ménages ont nettement augmenté leur consommation des biens et services relevant des NTIC, la part y consacrée est de 9,7% en 2007 alors qu'elle était de seulement 1,8% en 1998.

Graphique E 1.3 : Répartition sectorielle de la consommation finale des ménages, en %

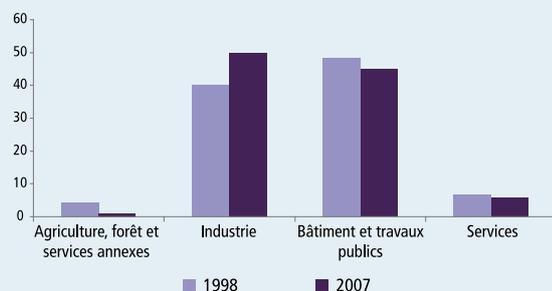


Source : HCP

L'investissement

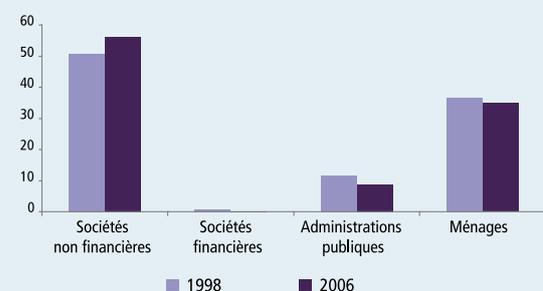
La plus grande part des investissements est orientée vers l'industrie et le BTP avec une part moyenne de 46% et 47% respectivement sur l'ensemble de la période. En effet, l'investissement dans le secteur industriel s'est renforcé durant les dix dernières années, pour s'établir en 2007 à 50% de la FBCF globale contre 40% en 1998. Par contre, les secteurs des services et de l'agriculture ne constituant en moyenne que respectivement 6% et 2% de la FBCF globale, leurs parts se sont rétrécies d'avantage au cours de la période, passant de 7% et 4% en 1998 à 6% et 1% en 2007.

Graphique E 1.4 : Répartition sectorielle de la FBCF, en %



Source : HCP

Graphique E 1.5 : Répartition de la FBCF par secteurs institutionnels en %



Source : HCP

S'agissant de la structure de la FBCF par secteurs institutionnels, les sociétés non financières détiennent la plus grande part de la FBCF totale. Leur poids a augmenté de 5 points de pourcentage entre 1998 et 2006, pour atteindre 56%. L'investissement des ménages vient au deuxième rang, constituant en moyenne 34% de la FBCF totale. La part des investissements des administrations publiques se limite en moyenne à 12% sur la même période.

d'un point de pourcentage pour se situer autour de 72% en juillet 2008. Cette tendance haussière a été observée au niveau de tous les secteurs à l'exception des industries mécaniques et métallurgiques.

Quant à la productivité apparente du travail¹ dans les activités non agricoles, elle s'est inscrite dans la tendance haussière observée depuis le quatrième trimestre 2006. Cette augmentation est attribuable à la hausse de l'emploi urbain qui a été moins rapide que celle du PIB non agricole, estimé par BAM pour le deuxième trimestre 2008.

Les résultats de l'enquête révèlent aussi que les coûts des matières premières, autres que l'énergie, restent la principale source de la progression du coût unitaire de production durant le deuxième trimestre 2008, avec un solde d'opinion positif de 77%, suivis par les coûts énergétiques, les coûts financiers et enfin les coûts salariaux.

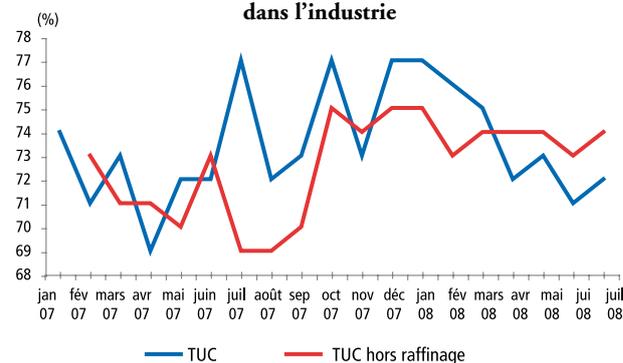
2.2 Tensions sur le marché du travail

La population active a quasiment stagné au cours du deuxième trimestre 2008, soit environ 11,3 millions de personnes. Ce résultat couvre une hausse de la population active de 1,5% en milieu urbain et une baisse de 1,7% en milieu rural. En conséquence, le taux d'activité a reculé de près de 1,1 point, passant de 52,1% au deuxième trimestre de l'année 2007 à 51% au cours de la même période de l'année 2008.

Le marché de l'emploi a poursuivi son amélioration durant le trimestre sous revue, reflétée par l'augmentation de la population active occupée entamée depuis le troisième trimestre 2007, suivant ainsi le rythme de croissance du PIB. Par conséquent, le taux de chômage a régressé durant le deuxième trimestre 2008, revenant de 9,6% à 9,1% d'un trimestre à l'autre et de 9,4% à 9,1% en comparaison avec le même trimestre de l'année précédente.

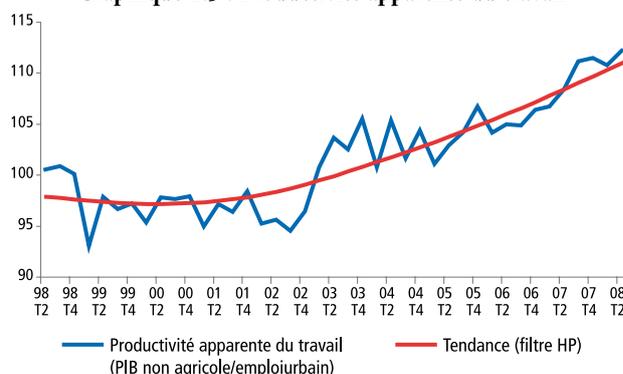
Le taux d'emploi global a néanmoins régressé pour s'établir à 46,4% contre 47,2% une année auparavant, ce qui découle de la progression du

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



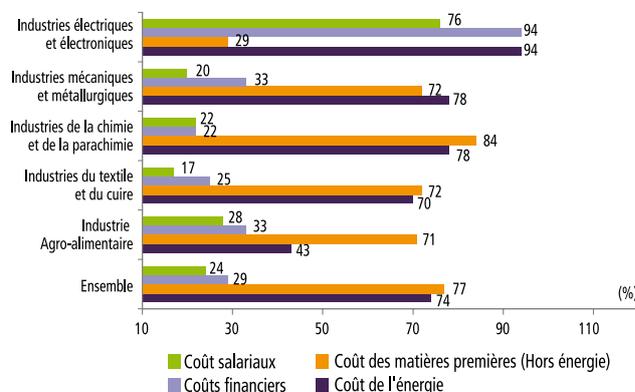
Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

Graphique 2.5 : Productivité apparente du travail



Sources : HCP et estimations BAM

Graphique 2.6 : Evolution des composantes du coût unitaire de production (soldes d'opinion en % au deuxième trimestre 2008)



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

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.

nombre d'emplois qui a été légèrement inférieure à celle de la population âgée de plus de quinze ans. Par contre, le taux d'emploi urbain a augmenté au même rythme de l'année précédente, et qui reste plus rapide que celui du PIB global.

En liaison avec la consolidation de la croissance des activités non agricoles, l'augmentation du nombre de postes de travail est principalement le fait du milieu urbain dont le taux de chômage a atteint 14% contre 15% une année auparavant, alors qu'en milieu rural, ce taux est passé de 3,4% à 3,9%. La hausse du niveau d'emploi est soutenue par un accroissement net de l'emploi rémunéré pour lequel 325.000 postes ont été créés au cours du deuxième trimestre 2008 contre une perte nette de 305.000 postes d'emploi non rémunérés.

Au niveau sectoriel, les créations d'emploi ont concerné essentiellement le secteur des services avec 152.000 nouveaux emplois (+4,2%) et le secteur de bâtiment et travaux publics avec 80.000 emplois, en hausse de 9,7%.

Parallèlement, les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrif relatifs au deuxième trimestre 2008, confirment l'augmentation du niveau d'emploi d'un trimestre à l'autre. Excepté les industries du textile et du cuir qui ont enregistré une baisse des effectifs liée à la baisse des exportations, les autres secteurs ont connu un renforcement du personnel. Les pronostics des industriels enquêtés quant à l'évolution de l'emploi durant les trois prochains mois demeurent globalement à la faveur d'une augmentation des effectifs employés.

S'agissant des salaires, l'indice des salaires moyens trimestriels 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 durant le premier trimestre 2008 une hausse de 7,5% en glissement annuel contre une baisse de 1,2% par rapport au trimestre précédent. En termes réels, cet indice s'est accru de 5% sur la même période. Pour le deuxième trimestre 2008, les résultats de l'enquête de conjoncture révèlent une hausse du niveau des salaires avec un solde d'opinion légèrement inférieur à celui du trimestre précédent.

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

En millions	T2 - 2007			T2 - 2008		
	Urbain	Rural	Ens.	Urbain	Rural	Ens.
Population active et emploi						
Population active ⁽²⁾	5,79	5,55	11,34	5,88	5,45	11,34
Taux d'activité (en%)	45,4	61,4	52,1	45	59,7	51
Population active occupée	4,92	5,36	10,28	5,06	5,24	10,3
Taux d'emploi (en%) ⁽³⁾	38,6	59,3	47,2	38,7	57,4	46,4
Chômage						
Population active en Chômage	0,86	0,19	1,06	0,82	0,21	1,03
Taux de chômage (en%)	15	3,4	9,4	14	3,9	9,1
Selon le diplôme						
. Sans diplôme	8,8	2,4	4,7	8,4	2,5	4,7
. Ayant un diplôme	20,5	9,8	18,3	19	11,4	17,3

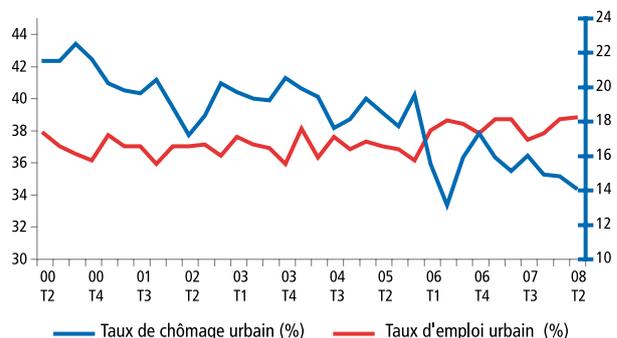
(1) Données redressées selon les nouvelles projections de la population

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

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

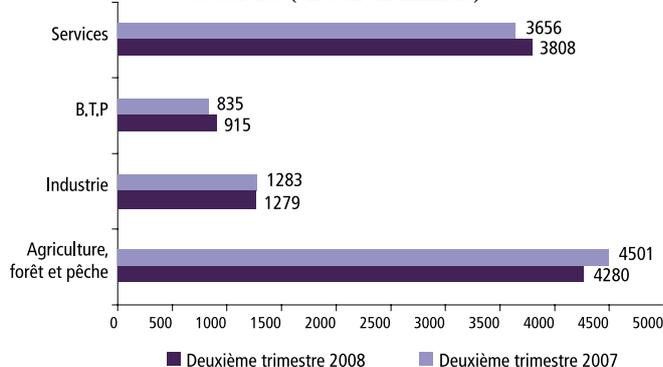
Source : HCP

Graphique 2.7 : Taux d'emploi et de chômage en milieu urbain



Sources : HCP

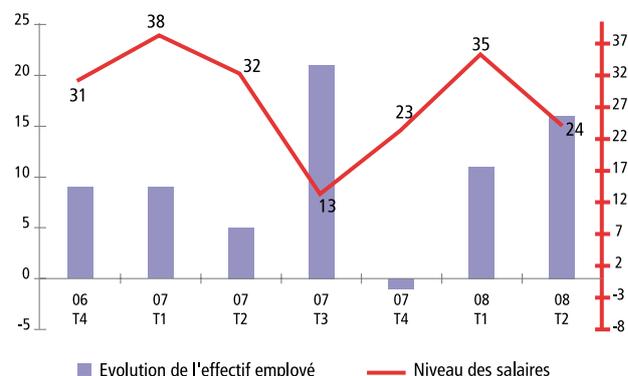
Graphique 2.8 : Créations nettes d'emplois par secteur d'activité (effectif en milliers)



Sources : HCP

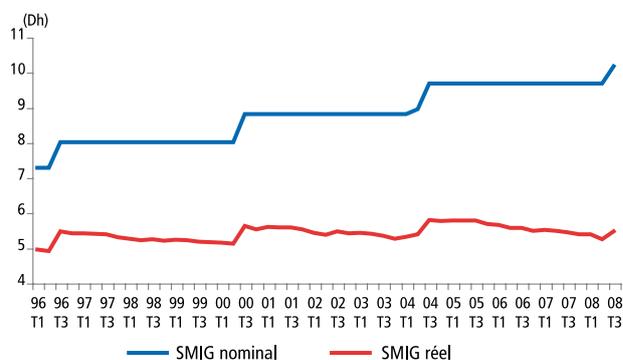
Par ailleurs, la première tranche de la revalorisation du SMIG et des salaires dans la fonction publique, issue du dialogue social entre le gouvernement et les syndicats, a pris légalement effet à partir du mois de juillet 2008. Ainsi, le salaire horaire minimum des ouvriers et employés de l'industrie, du commerce et des professions libérales a augmenté de 5% durant le troisième trimestre 2008 pour passer de 9,66 à 10,14 DH. Il a enregistré également une légère hausse en termes réels¹, allant de 5,22 à 5,44 DH.

Graphique 2.9 : Evolution du niveau des salaires et des effectifs employés dans l'industrie (Soldes d'opinion)



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

Graphique 2.10 : SMIG trimestriel en termes nominal et réel



Source : Ministère de l'emploi

¹ Calculé sur la base de la prévision de BAM pour l'ICV du troisième trimestre 2008.

3. PRIX A L'IMPORTATION

L'inflation dans les principales économies de l'OCDE et dans de nombreux pays émergents continue de se maintenir à un rythme incompatible avec l'objectif de stabilité des prix assigné aux banques centrales. Le contexte international récent est également marqué par un ralentissement prononcé de l'activité économique dans les pays de l'OCDE et dans la zone euro, et, par les incertitudes qui commencent à peser sur l'amplitude de l'impact de ce ralentissement sur les pays émergents. Depuis le dernier Rapport de Politique Monétaire, le rythme de croissance des prix internationaux des principales matières premières s'est ralenti et le cours du pétrole a été orienté à la baisse. Les tensions inflationnistes émanant des prix à l'import restent toutefois à des niveaux très élevés et ces évolutions restent à confirmer. L'indice des prix à l'import hors produits énergétiques s'est de nouveau inscrit en hausse au deuxième trimestre à 40%, après avoir enregistré une croissance en glissement annuel de 30% au premier trimestre. Cependant, en variation mensuelle, il est quasiment stable depuis avril dernier. Globalement, les prix internes des carburants, notamment le gasoil ordinaire, demeurent toujours largement subventionnés par la Caisse de compensation, en dépit d'une augmentation du prix domestique de certains carburants. Dans l'ensemble, ces facteurs devraient continuer à exercer des pressions significatives sur l'inflation au cours des prochains trimestres. Elles seraient toutefois tempérées par la confirmation de l'accalmie sur les marchés des matières premières qui se diffuserait alors progressivement à l'évolution de nos prix à l'importation.

3.1 Inflation dans le monde

Les derniers éléments disponibles indiquent un ralentissement de l'inflation notamment dans la zone euro où l'estimation de l'EUROSTAT est ressortie à 3,8% pour le mois d'août contre 4% un mois auparavant. Cette baisse de l'inflation est la première constatée depuis avril dernier.

En France, en Allemagne et en Espagne, l'inflation a ralenti en août à 3,5%, 3,3% et à 4,9% au lieu de 4%, 3,5% et 5,3% au mois précédent. En revanche, en Italie elle s'est inscrite en hausse à 4,2% contre 4% un mois auparavant (tableau 3.1).

Ce ralentissement de l'inflation résulte de la diminution des cours internationaux du pétrole et d'autres matières premières, ainsi que d'une révision à la baisse des perspectives de croissance économique mondiale, en particulier dans la zone euro. De même, des doutes commencent à surgir quant à la capacité des pays émergents, qui ont jusque là soutenu la croissance mondiale, à résister au ralentissement économique des pays de l'OCDE. Aussi, le phénomène grandissant du sous-emploi des capacités productives aux Etats-Unis et en zone euro semble enfin commencer à produire les effets désinflationnistes escomptés.

Cependant, comparativement à l'année précédente, l'inflation reste à des niveaux élevés. En effet, elle est passée de 1,7% en zone euro en août 2007 à 3,8% une année après. De même, aux Etats-Unis, elle a enregistré le niveau de 5,4% au lieu de 2% le même mois de 2007. Cette évolution résulte du raffermissement des prix mondiaux de l'énergie et des matières premières agricoles.

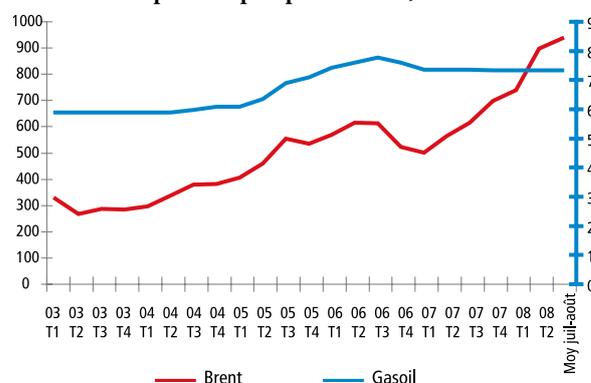
Tableau 3.1 : Evolution récente de l'inflation dans le monde (en glissement annuel)

	2007	2008	2008	Prévision	
	août	juil.	août	2008	2009
Etats-Unis	2,0	5,6	5,4	4,2	2,0
Zone euro*	1,7	4,0	3,8	3,6	2,5
Allemagne	1,9	3,5	3,3	2,9	2,3
France	1,2	4,0	3,5	3,5	1,9
Espagne	2,1	5,3	4,9	4,7	3,1
Italie	1,6	4,0	4,2	3,8	2,8

(*) Indices harmonisés

Sources : Fonds monétaire international, Eurostat

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



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

Selon la plupart des analystes, si les tendances actuelles sur les marchés des matières premières se maintenaient, une modération de l'inflation devrait être observée dans les prochains mois, tant que les augmentations de salaires restent maîtrisées.

3.2 Prix du pétrole

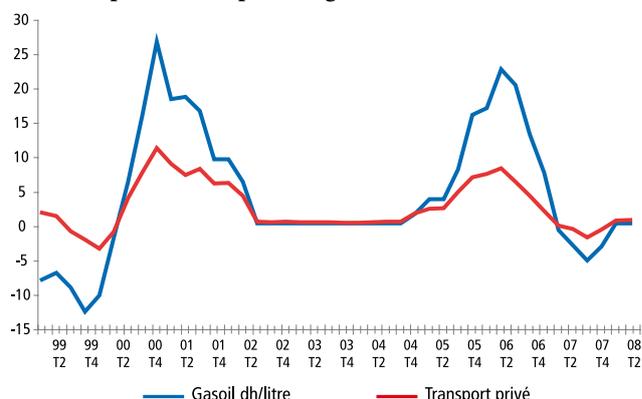
Au mois d'août, le prix du baril du Brent s'est établi à 115 dollars contre 133 dollars au mois précédent, en repli de 13,5%. Cette évolution est essentiellement liée à la diminution de la demande mondiale en relation avec la révision à la baisse des perspectives de croissance économique en particulier dans la zone euro et à la hausse des quotas de l'OPEP. Le renversement de la tendance baissière du dollar a, aussi, contribué à cette nouvelle orientation. Néanmoins, au terme des huit premiers mois de l'année 2008, le cours moyen du brut s'est élevé à 113 dollars le baril, en hausse de 55% par rapport à la moyenne de 2007.

Au Maroc, les prix à la pompe ont subi des réévaluations à la hausse pour certains types de carburants à partir du 1er juillet 2008. En effet, à compter de cette date, les prix des essences et du gasoil 350 ont été augmentés de 1 dirham chacun, pour atteindre respectivement 11,25 et 10,13 dirhams le litre, soit des hausses de 10% et de 11%. Le prix du fuel industriel est augmenté de 500 dirhams la tonne ou de 17%. En dépit de ces revalorisations, les prix internes demeurent toujours atténués par l'intervention de la caisse de compensation.

D'après les prévisions les plus récentes du FMI, le prix moyen du pétrole pour l'année 2008 a été revu à la hausse à 116,50 dollars au lieu de 95,5 dollars le baril prévu en avril dernier. De même, selon le consensus des banques centrales, le cours moyen du pétrole atteindrait 115 dollars le baril en 2008. Aussi, les prévisions de l'OCDE tablent sur un cours de 120 dollars le baril. Enfin, sur le marché des futures, le prix du pétrole s'établirait en moyenne à 120,2 dollars le baril en 2009.

Ces différentes prévisions convergent vers une stabilité des cours à leur niveau actuel, d'environ 115 dollars le baril. Cependant, les prix devraient rester volatils, autour de ce niveau, en raison des

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



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

Tableau 3.2 : Prévisions du prix du pétrole (Brent en dollars EU)

	T3 2008	T4 2008	T1 2009	T2 2009	Année 2009
Futures	122,3	117,5	119,5	120,2	120,2

Source : Bloomberg

Tableau 3.3 : Prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur

Produits (Dh/Litre)	janv. 2007	juin 2007	déc. 2007	janv. 2008	Avril. 2008	juil. 2008	août. 2008
Super carburant	10,25	10,25	10,25	10,25	10,25	11,25	11,25
Gasoil	7,22	7,22	7,22	7,22	7,22	7,22	7,22
Gasoil 350	9,13	9,13	9,13	9,13	9,13	10,13	10,13
Fuel industriel (Dh/Tonne)	2874	2874	2874	2874	2874	3374	3374

Source : Ministère de l'énergie et des mines

incertitudes qui pèsent sur l'offre en liaison avec les tensions géopolitiques.

3.3 Prix des matières premières

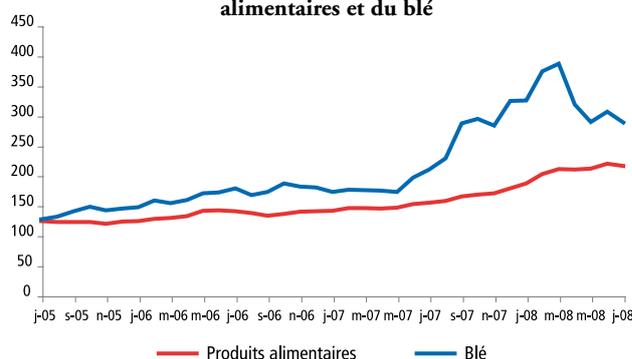
Dans un contexte de ralentissement de la croissance mondiale, les prix des matières premières agricoles et des métaux se sont globalement stabilisés durant le mois de juillet 2008, mais sont restés à des niveaux élevés par rapport à ceux enregistrés l'année précédente.

Au cours des sept premiers mois de 2008, les cours des produits de base ont dans l'ensemble maintenu leur tendance à la hausse sur le marché mondial, l'indice des prix des matières premières hors énergie, calculé par le FMI, ayant augmenté en moyenne de 18%, en glissement annuel. Cette orientation a concerné les produits alimentaires dont l'indice s'est accru en moyenne de 41,7% en rythme annuel. Ainsi, le cours du blé a progressé de 87,7% en moyenne du premier semestre 2008, en liaison avec l'accroissement soutenu de la demande émanant en particulier des pays émergents. En juillet, il s'est inscrit en nette baisse à la suite de l'annonce de bonnes récoltes liées à des conditions climatiques favorables, et de l'élargissement des surfaces de culture dans les principaux pays producteurs, notamment aux Etats-Unis. En moyenne des sept premiers mois de 2008, le prix du blé reste cependant supérieur de 45,7% par rapport au niveau enregistré en 2007, celui du maïs de 48,6% et de l'orge de 33,9%.

Pour sa part, l'indice des prix des métaux a accusé une baisse de 0,3% en moyenne des sept premiers mois de 2008, en glissement annuel, imputable essentiellement à la diminution des cours du zinc et du plomb qui ont enregistré des baisses respectives de 31,8% et de 2,8%, relativement à leurs cours moyen de 2007. Cette évolution s'explique par l'amplification des craintes liées à l'impact du ralentissement de l'économie mondiale sur la demande des métaux, par la hausse des stocks et par l'amélioration des perspectives d'approvisionnement. A l'inverse, le prix du cuivre est demeuré ferme, enregistrant une hausse de 14,7% sous l'effet de la baisse de la production mondiale et des stocks.

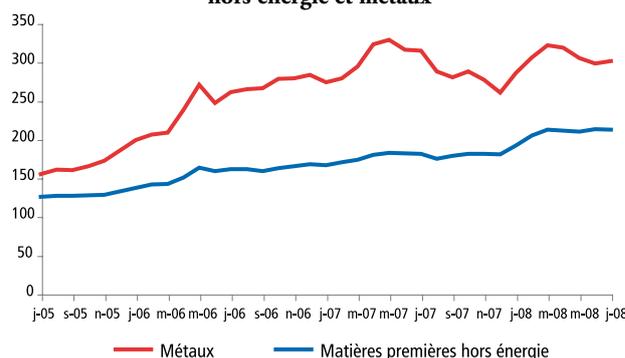
Selon les prévisions du FMI, les cours des matières

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



Sources : FMI

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



Sources : FMI

Tableau 3.4 : Evolution des Futures et des prévisions du blé

Blé (Cts/b.u)	T3 2008	T4 2008	T1 2009	Année 2009
Futures	817,0	894,8	917,5	928,7
Prévisions	850,0	852,5	940,3	817,0

Source : Bloomberg

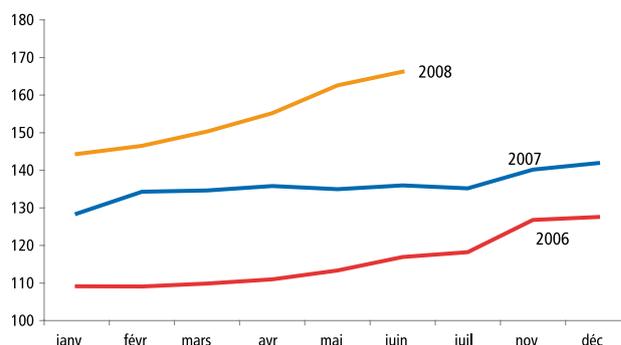
premières alimentaires vont se maintenir à des niveaux élevés et rester volatils, sous l'effet principalement de l'accroissement continu de la production des biocarburants et de la demande en provenance des pays émergents. Toutefois, les cours des céréales pourraient se modérer à la baisse en raison des bonnes récoltes observées dans les principaux pays producteurs. Quant aux cours des métaux et selon les dernières évolutions sur le marché des futures, ils devraient s'inscrire en baisse progressive tout au long des prochains trimestres.

3.4 Indices des prix à l'import

Les indices des prix à l'import, calculés par Bank Al Maghrib, reflètent avec un certain retard les évolutions décrites dans la section précédente. Ainsi, après avoir enregistré une croissance en glissement annuel de 30% au premier trimestre, l'indice des prix à l'import hors produits énergétiques (IPM) s'est de nouveau inscrit en hausse au deuxième trimestre à 40%. Cependant, en termes d'évolution mensuelle, l'indice est quasiment stable à ce niveau depuis avril 2008. L'accalmie sur les marchés des matières premières se diffusera progressivement à nos prix à l'import. Cette évolution globale cache des disparités selon la nature des produits importés.

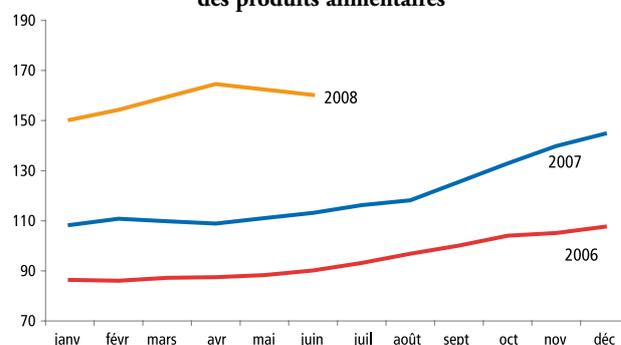
La croissance de l'IPM des produits alimentaires a légèrement décéléré à 42% au deuxième trimestre après avoir enregistré un record à 50% au cours du premier. Ce ralentissement est le produit de la baisse ou de la décélération du rythme de croissance des prix de la quasi-totalité des produits, exception faite du maïs et du sucre. En effet, le prix à l'import du maïs a enregistré une hausse record de 49%. Cette évolution s'inscrit dans le sillage du renchérissement mondial des aliments de bétails, qui se traduit par l'augmentation des prix des viandes et du lait. De même, celui du sucre a augmenté de 7% enregistrant ainsi pour la première fois, depuis janvier 2007, une évolution positive. Les anticipations de prix pour ce produit sont orientées à la hausse, du fait de la baisse prévue des exportations mondiales, et de l'augmentation de la production de l'éthanol, notamment au Brésil. Le prix à l'import du lait enregistre au deuxième trimestre une baisse de l'ordre de 15% alors que sur les marchés mondiaux, un retournement de tendance est constaté depuis

Graphique 3.5 : Indice des prix à l'import hors énergie



Sources : OC, calculs BAM

Graphique 3.6 : Indice des prix à l'import des produits alimentaires



Sources : OC, calculs BAM

Encadré 3.1 : Exportations chinoises, prix à l'importation et inflation

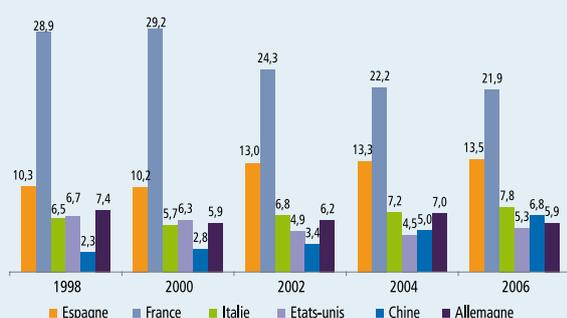
La Chine subit, depuis janvier 2007, des tensions inflationnistes. En effet, le taux d'inflation en glissement annuel s'était établi à 4,8% en 2007 et a atteint 6.3% en juillet 2008, alors qu'entre 1997 et 2006, il s'était maintenu sous la barre des 2%. Cette accélération de l'inflation est souvent attribuée au renchérissement des prix des produits alimentaires. Cependant, la croissance du coût de la main-d'œuvre devient très préoccupante ; le salaire moyen réel urbain chinois a augmenté de 18.7% en 2007, et d'une moyenne de 14% entre 2001-2006.

Ces tensions inflationnistes surgissent alors que les exportations chinoises ont fortement progressé passant de 5% du commerce mondial en 1999 à 11% en 2006. Le poids de la Chine dans le commerce mondial est quasi similaire à celui des Etats-Unis et il dépasse celui du Japon. La structure de ses exportations a aussi changé, sa part dans les exportations mondiales des secteurs de la haute technologie est passée de 3.4% en 1999 à 11.7% en 2005. La hausse de la part des importations chinoises dans le commerce mondial s'est accompagnée d'une baisse des prix à l'importation des biens manufacturés dans de nombreux pays.

Du point de vue de la politique monétaire, l'émergence de la Chine dans le commerce mondial a eu deux implications majeures. D'une part, cela correspond à un choc d'offre positif permettant d'associer un taux d'inflation plus faible à un output gap donné. D'autre part, en introduisant plus de concurrence par les prix, les importations chinoises ont généré une pression sur les coûts et les salaires favorable à la stabilité des prix. En effet, cette concurrence, même quand elle est seulement potentielle, a eu des effets disciplinant sur les prix mondiaux.

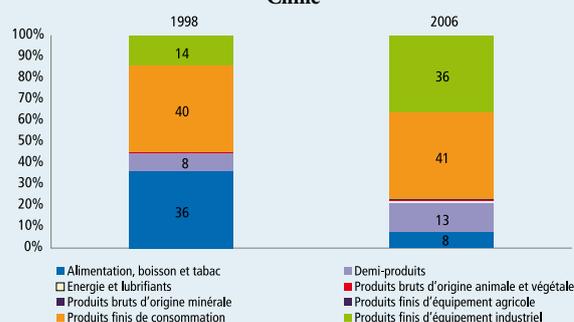
Au Maroc, la part des importations en provenance de la Chine s'est accrue de 150% entre 1998 et 2007. La montée en puissance de la Chine dans le commerce marocain correspond à un détournement des flux des échanges des fournisseurs traditionnels notamment la France vers des fournisseurs émergents, la Chine en particulier. Ainsi, la France a vu sa part baisser de 26.3% en 1998 à 17.13% en 2006 (Graphique E3.1). De même, la structure des importations par produits remarquables a connu un changement important (Graphique E3.2). Elle s'est diversifiée rapidement en faveur des produits à plus forte valeur ajoutée. En effet, la rubrique alimentation, boisson et tabac a vu sa part s'effondrer passant de 36% à 8%. Celle des produits finis d'équipement industriel s'est accrue, passant de 14% en 1998 à 36% en 2006. De même, la part des demi-produits est passée de 8% à 13%.

Graphique E 3.1: Parts de marché des principaux fournisseurs du Maroc hors énergie



Sources : OC, calculs BAM

Graphique E 3.2 : Structure des importations marocaines de la Chine



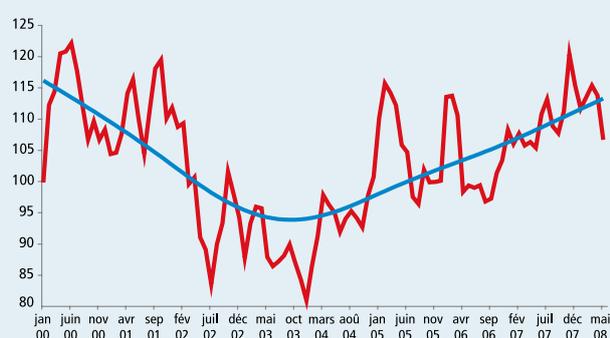
Sources : OC, calculs BAM

Du point de vue de l'inflation, le changement de structure des importations du Maroc depuis la Chine indique qu'à côté des effets de premier tour qui se propagent vers des niveaux de valeur ajoutée de plus en plus élevés, et qui passent par l'impact direct des importations de produits de consommation finale, il y a aussi, de plus en plus, d'effets de second tour, ceux-ci se transmettant via l'impact des importations de produits finis d'équipement industriel sur le coût des investissements, ou par l'impact des importations des demi-produits sur les coûts de production. De même, le détournement des flux d'échange est de nature à entraîner une baisse des prix à l'import, puisqu'il s'agit de substituer un fournisseur pratiquant des prix élevés par un autre pratiquant des prix moins élevés, ce qui constitue un choc d'offre positif.

Un indice de valeur unitaire d'un échantillon de produits chinois a été calculé pour le Maroc de janvier 2000 à juin 2008. Il faut cependant noter que les indices calculés à partir des valeurs unitaires sont moins performants que les indices issus d'enquête sur les prix et qui n'existent pas encore au Maroc, parce que leur évolution est une combinaison des effets conjoints des variations des prix et de la qualité des produits.

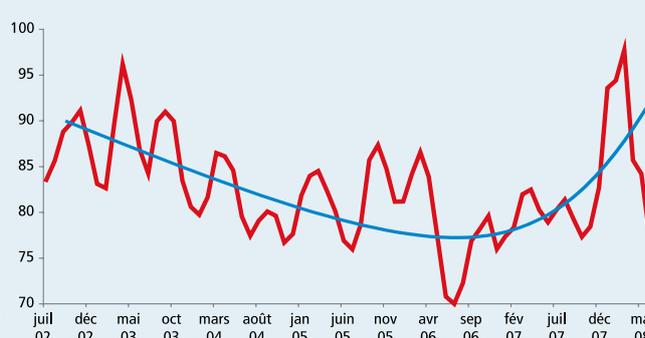
L'indice calculé affichait clairement une tendance baissière jusqu'à fin 2003, mais à partir du début de 2004 il y a un retournement de tendance (Graphique E3.3). Cependant, cette hausse est probablement plus un effet qualité qu'un effet prix. En effet, les quantités importées depuis la Chine de produits à haute valeur ajoutée, et forcément à prix plus élevé, s'accroissent alors l'indice croît aussi. Cette interprétation est d'autant plus probable que la hausse de l'indice est intervenue à une date antérieure au début des pressions inflationnistes en Chine. Elle reflèterait plus un effet déflationniste à un niveau de valeur ajoutée plus élevé.

Graphique E 3.3 : Indice marocain des prix à l'import chinois (Base 100 : février 2000)



Sources : OC, calculs BAM

Graphique E 3.4 : Indice marocain des prix à l'import chinois des produits de consommation finale (Base 100 : février 2000)



Sources : OC, calculs BAM

Pour répondre à notre problématique, un indice de valeur unitaire a été calculé pour les produits de consommation finale (Graphique E4.4). Cet indice s'inscrit aussi en hausse et dans son cas on peut supposer que l'effet prix domine l'effet qualité pour deux raisons. D'abord sur la période d'étude la montée en gamme a concerné plus les autres catégories de produits c'est-à-dire les produits finis d'équipement industriel ou les demi-produits. Ensuite, le début de cet épisode de hausse correspond au début des pressions inflationnistes en Chine, c'est-à-dire début 2007 avec une forte accélération début 2008. Ainsi, l'indice a atteint en mars 2008, 97 soit son plus haut niveau depuis avril 2002 ; il s'est accru en moyenne de 20% en glissement annuel au cours du premier trimestre 2008, alors que durant 2007, il ne s'était accru que de 2,8%, contre -4,7% en 2006. L'évolution de l'indice américain des prix à l'import chinois (Graphique E3.5) corrobore ces évolutions. En effet, depuis mai 2007, cet indice réalise des taux de croissance positifs de l'ordre de 3,4% au premier trimestre 2008 et 4,1% au deuxième.

Graphique E 3.5 : Indice américain des prix à l'import chinois



Source : Bureau of Labor Statistics

En définitive, on peut noter que le Maroc, comme le reste du monde, peut être affecté par les pressions inflationnistes chinoises, d'autant plus que la Chine peut impacter les prix mondiaux non seulement en tant qu'important consommateur d'énergie et de matières premières, mais aussi à travers ses prix à l'export.

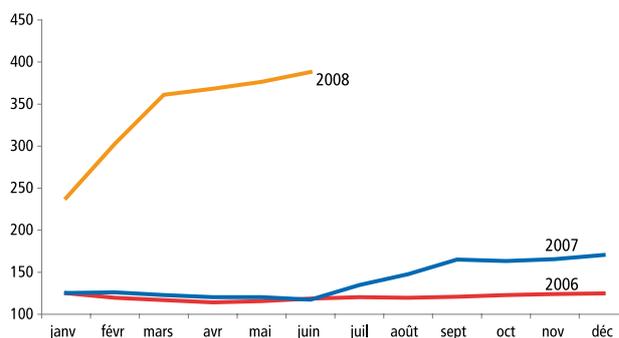
mars dernier, ce qui tend à indiquer qu'au cours du troisième trimestre, l'IPM du lait va certainement refléter cette hausse.

La croissance de l'IPM des matières premières industrielles s'est stabilisée, mais à un rythme très élevé, ne reflétant pas les tendances sur les marchés mondiaux. Ceci résulte de la structure particulière de ce type d'importations; le soufre s'y accapare une part de 50% environ. Les cours mondiaux de ce minerai étant très élevés, du fait d'une demande mondiale d'engrais très forte¹, l'indice global est donc très fortement tiré à la hausse. Le fer qui est plus susceptible d'impacter les coûts de production des entreprises n'est pas concerné par l'accalmie actuelle des marchés des matières premières. En effet, les prix du fer sont fixés au début de chaque année à travers des négociations entre les principaux producteurs et consommateurs. Pour 2008, ces prix ont été revus à la hausse de 65%. Néanmoins, les données disponibles n'indiquent pas encore une répercussion complète de cette hausse. En effet, pour le deuxième trimestre, la hausse constatée n'est que de l'ordre de 35%. Les prix des autres matières premières minières ont, par contre, baissé dans le sillage des marchés mondiaux, à titre d'exemple, le prix à l'import du zinc ayant baissé de 38%.

L'indice des prix à l'import des demi-produits montre que cette catégorie d'importations n'a pas été à la source de tensions inflationnistes particulières en 2007. En 2008, par contre, l'indice semble connaître une accentuation de tendance par rapport à 2007 et 2006. En glissement annuel, l'indice a crû, en effet, de 9% au deuxième trimestre 2008 contre 5% au premier et 7% en 2007.

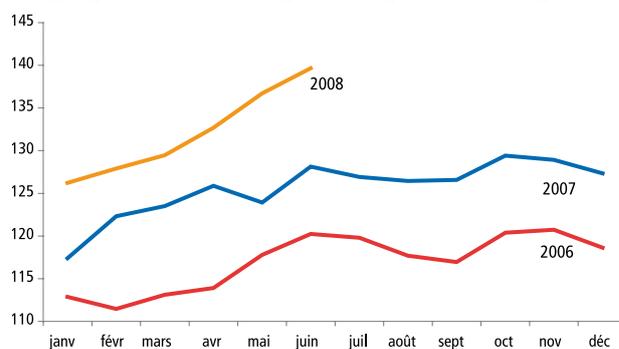
Les tensions inflationnistes émanant des prix à l'import commencent à se stabiliser mais à des niveaux très élevés comparativement à l'année dernière. Leurs perspectives d'évolution montrent qu'ils continueront à exercer des pressions significatives sur l'inflation au cours des prochains trimestres. Ces pressions se dissiperont progressivement au fur et à mesure que l'accalmie sur les marchés des matières premières se confirme.

Graphique 3.7 : Indice des prix à l'import des produits miniers



Sources : OC, calculs BAM

Graphique 3.8 : Indice des prix à l'import des demi-produits



Sources : OC, calculs BAM

¹ Le soufre est un intrant important dans le processus de fabrication des engrais phosphatés.

4. CONDITIONS MONÉTAIRES ET PRIX DES ACTIFS

Depuis la publication du dernier RPM, l'orientation des conditions monétaires n'a pas connu de changements significatifs et demeure marquée par la poursuite tant du ralentissement de la croissance monétaire que du dynamisme du crédit, dont le rythme de progression s'est toutefois légèrement atténué. Le rythme de croissance de M3 est en effet revenu à 12,2% en juillet, réduisant ainsi l'ampleur de l'excédent monétaire. Cette évolution s'est accompagnée d'un mouvement de réaménagement des portefeuilles des agents non financiers en faveur des dépôts à terme, dont la croissance en glissement annuel a atteint 27,4% en juillet 2008, parallèlement à la hausse de leur rémunération. Le taux de progression annuelle de la monnaie fiduciaire s'est, en effet, légèrement ralenti s'établissant à 9,5% en juillet, alors que celui de la monnaie scripturale est revenu au niveau exceptionnellement bas de 8%. Les placements liquides semblent également profiter de la réallocation par les agents non financiers des encaisses monétaires excédentaires, enregistrant ainsi un taux de croissance de 3,3% en glissement annuel après trois trimestres de baisse. Bien que son expansion demeure relativement vigoureuse, le crédit bancaire a connu en juillet une légère décélération, en glissement annuel, en liaison avec le recul de la croissance de l'ensemble des catégories de crédit et la contraction de l'encours des créances en souffrance. Les concours alloués aux entreprises demeurent prépondérants, indiquant la contribution soutenue du crédit au renforcement de la production et des investissements. Toutefois, sur la base des résultats de l'enquête que mène Bank Al-Maghrib auprès du système bancaire, ils pourraient connaître un certain ralentissement au cours des prochains trimestres. Les données de l'enquête de Bank Al-Maghrib sur les taux débiteurs indiquent qu'ils se sont inscrits en baisse entre le premier et le deuxième trimestre 2008, revenant globalement à leur niveau moyen observé depuis le deuxième trimestre 2007. Pour leur part, les prix des actifs boursiers se sont inscrits en recul au terme du deuxième trimestre 2008. Cette baisse s'est prolongée durant les mois de juillet et août, tandis que les prix des actifs immobiliers ont continué de se situer, au vu des éléments d'information recueillis, à un niveau élevé.

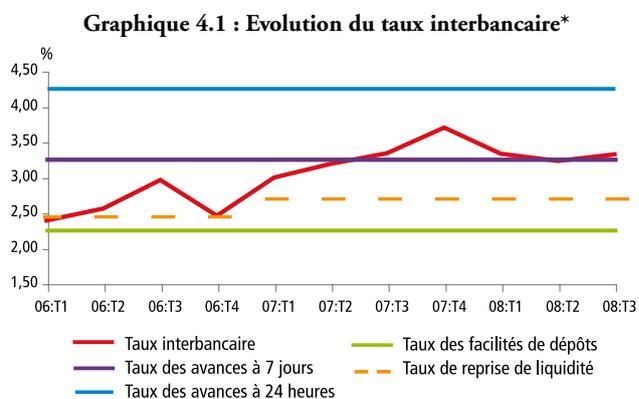
4.1 Conditions monétaires

4.1.1 Taux d'intérêt

Lors de sa réunion du 17 juin 2008, le Conseil de Bank Al-Maghrib a décidé, après examen de la situation économique monétaire et financière, de maintenir son taux directeur inchangé à 3,25%. Entre juillet et août, le taux interbancaire a atteint 3,31%, après s'être situé à 3,21% en moyenne au cours du deuxième trimestre.

Dans ce contexte, les taux des bons du Trésor à 13 semaines, seule maturité émise par adjudication entre juillet et août, ont poursuivi leur tendance baissière observée au terme des deux derniers trimestres. A l'inverse, les rendements des bons à moyen et long terme sur le marché secondaire, qui restent la référence en l'absence d'adjudications sur le compartiment primaire, ont enregistré une hausse allant de 4 à 39 points de base.

Pour ce qui est des taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et à 12 mois a repris sa tendance haussière au deuxième trimestre 2008 et en juillet, après s'être légèrement infléchi au cours du premier trimestre.



* L'observation du troisième trimestre 2008 correspond à la moyenne quotidienne de la période du 1er juillet au 4 septembre 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	T3*
13 semaines	2,73	3,30	3,29	3,63	3,58	3,41	3,40
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 troisième trimestre 2008 correspond à la moyenne des mois de juillet et août

S'agissant des taux débiteurs, les premiers résultats pour le deuxième trimestre 2008 de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques laissent indiquer un ajustement à la baisse¹ du taux moyen pondéré du crédit bancaire par rapport au trimestre précédent, après la hausse observée au premier trimestre. Cette évolution a résulté principalement du recul des taux assortissant les facilités de trésorerie accordées aux entreprises. Ceux des crédits à l'équipement ont marqué une hausse, tandis que les taux des crédits à la consommation semblent se stabiliser à un niveau historiquement faible mais supérieur à ceux appliqués aux autres catégories.

¹ Ces résultats préliminaires sont en cours de confirmation auprès des banques.

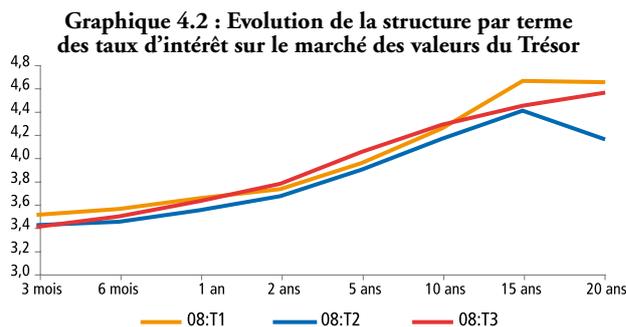


Tableau 4.2 : Taux créditeurs* (placements à terme)

	2007				2008		
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	juillet
6 mois	3,26	3,52	3,41	3,49	3,37	3,55	3,65
12 mois	3,65	3,63	3,69	3,71	3,71	3,82	3,98
Moyenne pondérée	3,49	3,58	3,60	3,62	3,56	3,72	3,85

* Les données trimestrielles sont des moyennes simples des données mensuelles

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

Au cours du deuxième trimestre de l'année 2008, l'insuffisance des trésoreries bancaires s'est partiellement résorbée sous l'effet de l'évolution expansive des opérations du Trésor et des opérations en devises. Ainsi, le déficit de liquidité est passé de 9 milliards en moyenne en T1 2008 à 8,4 milliards en T2 2008.

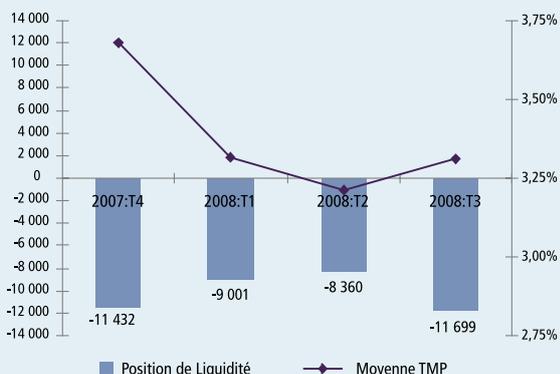
Durant le deuxième trimestre 2008, les opérations du Trésor ont induit une injection de liquidité de 2 milliards de dirhams principalement attribuable au désendettement du Trésor, dont les remboursements nets ont atteint 15,8 milliards ainsi qu'aux retraits massifs effectués par les principaux déposants auprès du Trésor.

En effet, Barid Al-Maghrib a retiré 7,5 milliards de dirhams du circuit du Trésor durant les mois de mai et juin 2008. Par ailleurs, Itissalat Al-Maghrib a effectué le règlement d'une partie de ses dividendes, correspondant à la part des actionnaires autres que l'Etat et Vivendi, de son compte de dépôt auprès du Trésor, opération qui a induit une injection de liquidité de 830 millions de dirhams.

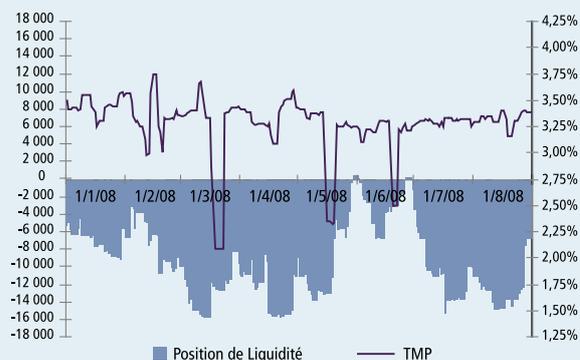
Les opérations sur avoirs extérieurs ont également contribué au développement des trésoreries bancaires pour un montant de 4,5 milliards de dirhams en raison des cessions de billets de banque étrangers qui ont atteint 6,4 milliards de dirhams, partiellement compensées par les achats de devises par les banques commerciales d'un montant de 1,9 milliard de dirhams.

En revanche, la circulation fiduciaire a enregistré une augmentation de 1,8 milliard de dirhams, attribuable aux retraits de billets à la veille des vacances d'été.

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



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

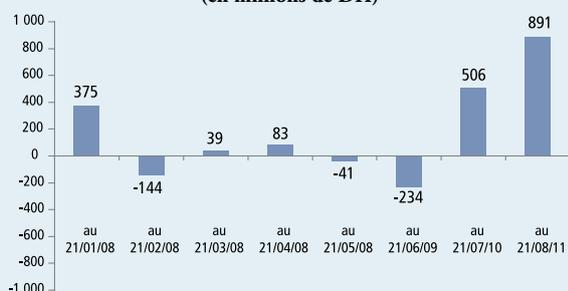


Globalement, l'impact expansif des facteurs autonomes s'est élevé à 4,6 milliards de dirhams pendant le deuxième trimestre de l'année 2008 contribuant ainsi à l'amélioration des conditions de liquidité. A noter que durant ce trimestre le minimum requis au titre de la réserve obligatoire a peu fluctué, enregistrant une diminution globale de 192 millions de dirhams seulement.

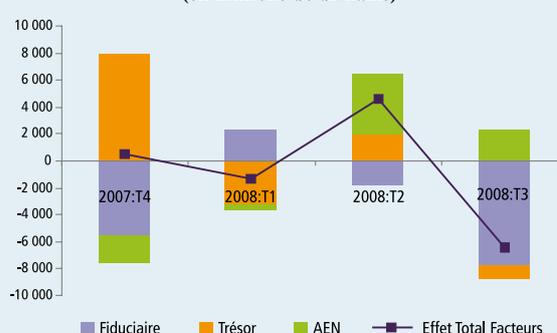
La tendance expansive des facteurs autonomes s'est inversée au cours du troisième trimestre de l'année 2008, en raison de l'augmentation de la demande de billets, du retard de recouvrement des recettes fiscales, de l'accélération des achats de devises ainsi que de l'augmentation du minimum requis au titre de la réserve obligatoire. En conséquence, l'insuffisance des trésoreries bancaires s'est établie en moyenne à 11,7 milliards de dirhams en T3 2008 contre 8,4 milliards le trimestre précédent.

Les retraits nets de monnaie fiduciaire ont totalisé 7,8 milliards de dirhams en période estivale et les ressources nettes du Trésor se sont élevées à 1 milliard de dirhams.

Graphique E 4.3 : Variation des réserves obligatoires (en millions de DH)



Graphique E 4.4 : Evolution de l'effet des facteurs de liquidité (en millions de dirhams)

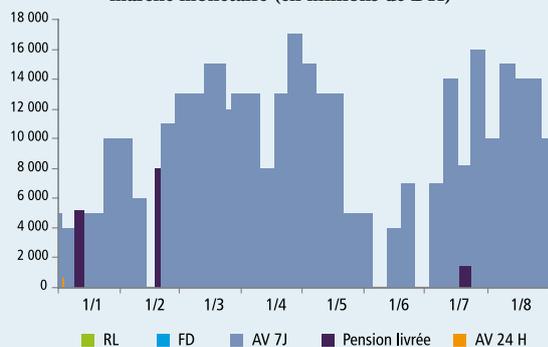


Par ailleurs, les opérations d'achats de devises par les banques commerciales ont totalisé un montant de 10,2 milliards de dirhams, principalement attribuable à l'accélération des opérations de couverture en juillet 2008, induite par l'augmentation de la volatilité de l'eurodollar suite au resserrement de la politique monétaire de la Banque Centrale Européenne.

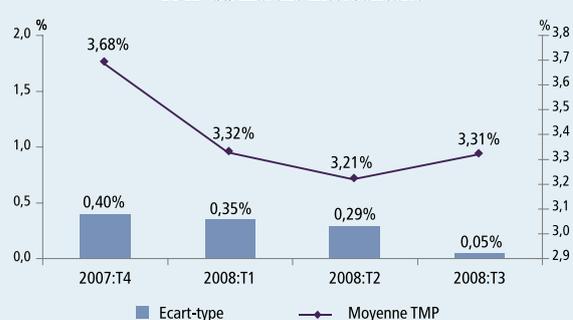
Toutefois, ces achats de devises ont été totalement compensés par les cessions de billets de banque étrangers, dont le rythme s'accélère pendant les vacances d'été, et qui ont atteint 12,5 milliards de dirhams. Aussi, l'effet expansif des AEN sur la liquidité a été de 2,4 milliards de dirhams.

Globalement, au cours du troisième trimestre 2008, les facteurs autonomes ont exercé un effet restrictif de 6,4 milliards de dirhams sur les trésoreries bancaires. Par ailleurs, l'accroissement des réserves obligatoires, principalement dû à l'augmentation des dépôts, a totalisé 1,4 milliard de dirhams.

Graphique E 4.5 : Intervention de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire (en millions de DH)



Graphique E 4.6 : Evolution de la moyenne et de l'écart-type du TMP du marché interbancaire



4.1.2 Monnaie, crédit et placements liquides

Evolution de M3

Le ralentissement de la croissance annuelle de la masse monétaire s'est poursuivi au deuxième trimestre 2008. En conséquence, l'excédent monétaire, dont la réduction de l'ampleur s'est de nouveau accentuée, s'est situé à un niveau largement inférieur à la moyenne des huit derniers trimestres, aussi bien pour l'agrégat M1 que M3.

En juillet 2008, la progression annuelle de M3 est revenue à 12,2% après 13,8% en moyenne au cours du premier semestre, sous l'effet principalement de l'ajustement à la baisse du rythme de progression des composantes les plus liquides incluses dans l'agrégat M1.

Alors que le rythme de croissance annuelle de la monnaie fiduciaire s'est quelque peu ralenti, celui de la monnaie scripturale a marqué une forte décélération en revenant à 8,1% en juillet au lieu de 16,1% le trimestre précédent et de plus de 20% en moyenne en 2007.

La modération de la croissance de la monnaie scripturale est, en partie, imputable à l'importance des mouvements de réallocation des encaisses monétaires excédentaires des agents non financiers, accumulés en 2007, vers les titres des OPCVM monétaires et les placements à terme.

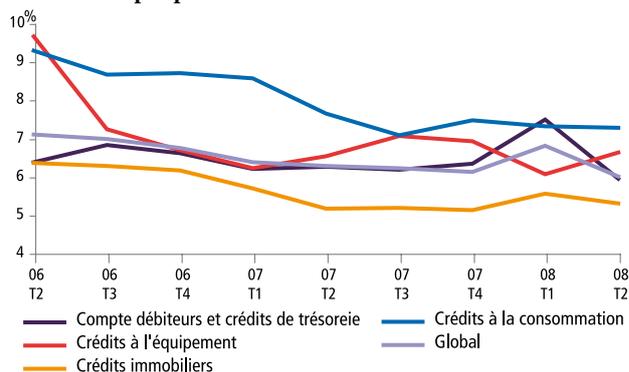
Ces derniers ont en effet enregistré une croissance annuelle de 12% au deuxième trimestre et de 27,4% en juillet, parallèlement à la hausse de leur taux de rémunération, elle-même liée en partie à la persistance des besoins des banques en approvisionnement durable en liquidités.

Crédit bancaire

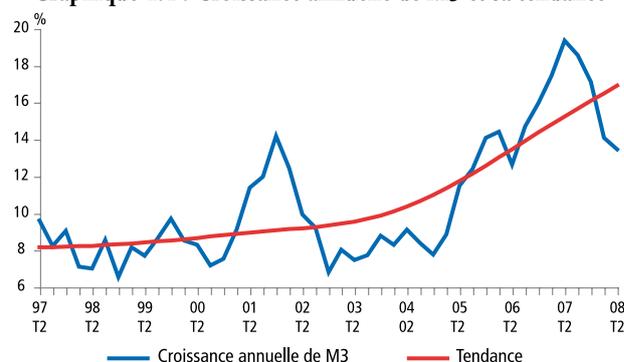
Au cours du deuxième trimestre 2008, le crédit bancaire¹ s'est accru de 7,5% d'un trimestre à l'autre et de 28,7% en glissement annuel, soit

¹ Les données du crédit bancaire communiquées dans le cadre de ce rapport diffèrent de celles publiées dans les statistiques monétaires. En effet, des traitements comptables ont été récemment effectués afin de préciser la ventilation du crédit par objet économique, à travers le reclassement de certains prêts accordés aux promoteurs immobiliers dans la rubrique « Crédits immobiliers ». Avant juin 2008, quelques banques procédaient à leur classement dans la rubrique « Facilités de trésorerie ». Les données rectifiées seront intégrées au niveau des statistiques monétaires publiées mensuellement par BAM.

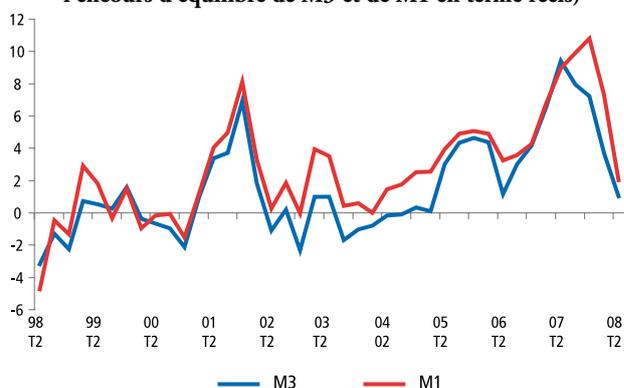
Graphique 4.3 : Evolution des taux débiteurs



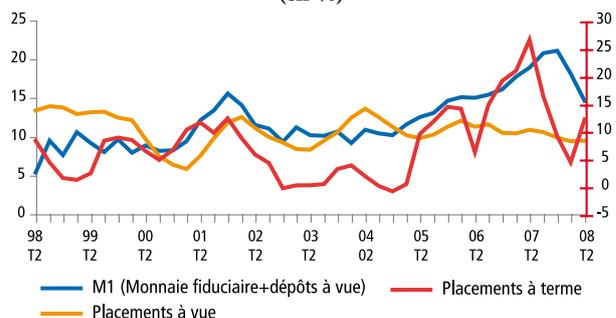
Graphique 4.4 : Croissance annuelle de M3 et sa tendance



Graphique 4.5 : Excédent monétaire (en pourcentage de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en terme réels)



Graphique 4.6 : Evolution annuelle des composantes de M3 (en %)



le même rythme que celui observé durant les deux derniers trimestres. En juillet 2008, son accroissement annuel a marqué une décélération, revenant à 25,4%.

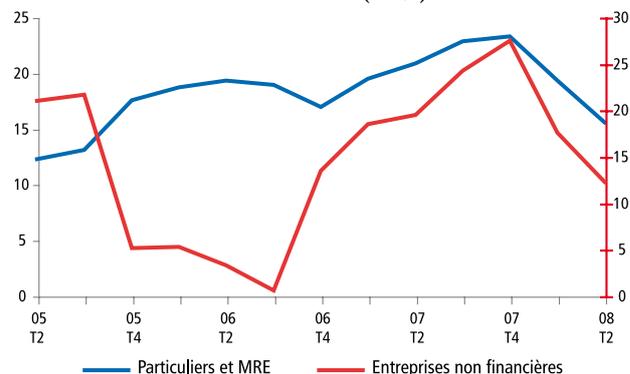
La ventilation par agent économique continue d'indiquer la prépondérance des concours alloués aux entreprises, témoignant ainsi de la contribution soutenue du crédit au renforcement de la production et des investissements, notamment dans les secteurs du bâtiment et travaux publics et des services. Le rythme de progression du crédit aux entreprises pourrait toutefois être impacté, durant les deux prochains trimestres, par le durcissement des conditions d'offre prévu par les banques, tel qu'indiqué par les résultats de l'enquête semestrielle sur les conditions d'octroi de crédit¹.

L'analyse par objet économique indique l'importance des prêts immobiliers en termes de part dans l'encours et dans la croissance du crédit bancaire. Cette catégorie a en effet marqué une hausse annuelle de 35,8% au deuxième trimestre et de 33,7% en juillet, en liaison principalement avec la forte demande émanant du secteur du BTP, celle des particuliers ayant régressé depuis le début de l'année, tel qu'il ressort de l'enquête de la Banque sur les conditions d'octroi du crédit. La dynamique soutenue de prêts immobiliers depuis plusieurs trimestres est également attribuable à l'intensification de la concurrence entre les banques qui s'est traduite par un allongement des maturités et une sophistication accrue de l'offre. Quant aux prêts à l'équipement, accordés majoritairement aux entreprises, ils ont maintenu un rythme de croissance rapide, allant de pair avec le dynamisme de l'investissement.

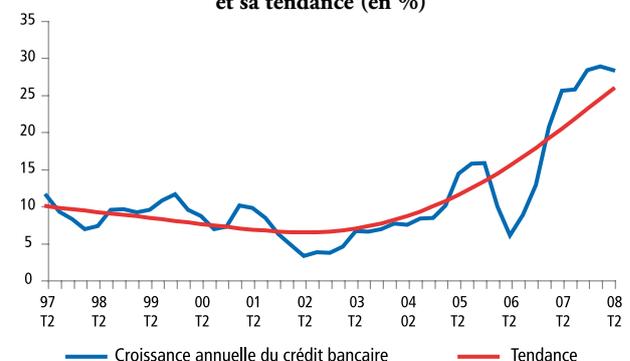
Pour leur part, les facilités de trésorerie ont augmenté de 33,6% en glissement annuel au deuxième trimestre avant de s'inscrire en décélération en juillet 2008, marquant un rythme annuel de progression de 30%.

Concernant les crédits à la consommation, en dépit du léger ralentissement observé en juillet, leur croissance demeure vigoureuse, de l'ordre de 37% en glissement annuel, en liaison avec l'expansion

Graphique 4.7 : Evolution annuelle des dépôts à vue des agents non financiers (en %)



Graphique 4.8 : Croissance annuelle du crédit bancaire et sa tendance (en %)



Graphique 4.9 : Structure des crédits par agent économique (en milliards de DH)

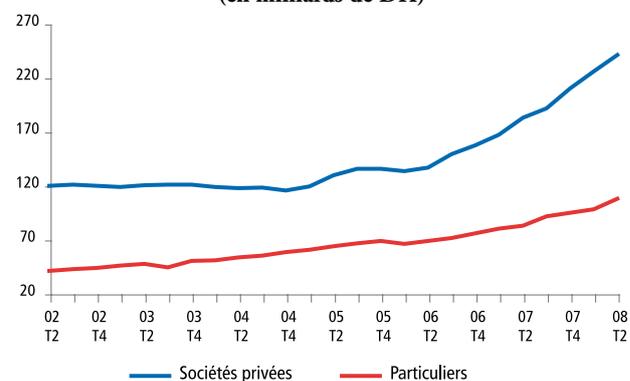


Tableau 4.3 : Evolution des principales catégories du crédit bancaire

	Taux de croissance en %					
	08:T1 07:T4	08:T1 07:T1	08:T2 08:T1	08:T2 07:T2	juil-08 juin-08	juillet-08 juillet-07
Crédits immobiliers	5,9	41,4	6,4	35,8	2,4	33,7
Crédits à l'équipement	7,2	31,5	2,6	31,1	0,5	26,0
Facilités de trésorerie	3,7	25,0	15,2	33,6	-0,1	30,0
Crédits à la consommation	6,6	39,9	8,2	38,1	3,2	36,4

¹ L'enquête semestrielle de Bank Al-Maghrib auprès des banques sur les conditions d'octroi de crédit permet de collecter les informations sur les conditions de financement des ménages et des entreprises au titre du semestre sous revue, ainsi que sur les perspectives pour le semestre suivant.

de la demande¹ et le maintien des taux d'intérêt à des niveaux relativement bas.

Enfin, les concours aux sociétés de financement ont marqué en juillet 2008 une hausse annuelle de 36,2%, quasi-identique à celle enregistrée un trimestre auparavant.

Autres sources de création monétaire

La croissance des avoirs extérieurs nets a poursuivi sa phase de décélération amorcée au quatrième trimestre 2006, revenant à 7,5% au deuxième trimestre 2008. Inscrits dans leur profil saisonnier habituel, les réserves de change ont connu un redressement d'un mois à l'autre en juillet, mais leur rythme annuel de progression demeure limité, en liaison avec le creusement du déficit commercial et, dans une moindre mesure, le tassement des recettes de voyage et des MRE d'une année à l'autre.

Les créances nettes sur l'Etat se sont contractées au cours du deuxième trimestre et en juillet 2008, revenant à 14,3%, soit un niveau inférieur à celui observé en juillet 2007. Ce recul traduit essentiellement la poursuite du désendettement du Trésor auprès des banques, sa position nette vis-à-vis de Bank Al-Maghrib ayant demeuré quasiment inchangée par rapport à la même période de l'année précédente.

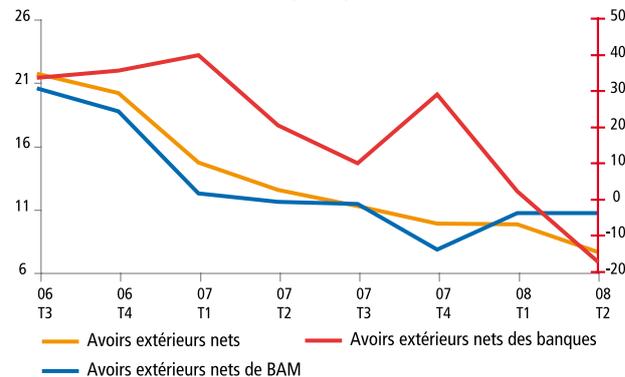
Globalement, la contribution des autres sources de création monétaire à la croissance de la masse monétaire continue de s'affaiblir au profit du crédit bancaire.

Placements liquides

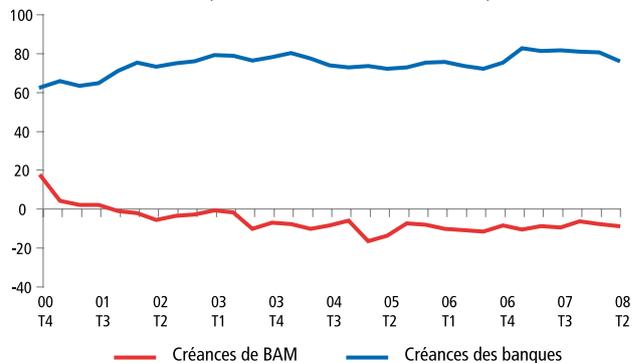
Après un long cycle de ralentissement et quatre trimestres consécutifs de baisse, les placements liquides se sont redressés au deuxième trimestre et en juillet 2008 marquant des rythmes annuels de progression de 5,8% et de 3,3% respectivement. Depuis le troisième trimestre 2007, ces placements sont tirés essentiellement par leur composante la plus liquide, les titres des OPCVM monétaires, dont l'encours s'est établi à 20,8 milliards en juillet 2008 au lieu de 11,9 milliards seulement un an auparavant.

¹ Sur la base des résultats de l'enquête de BAM auprès des banques pour le deuxième semestre 2008, il est prévu le maintien de cette tendance pour le reste de l'année.

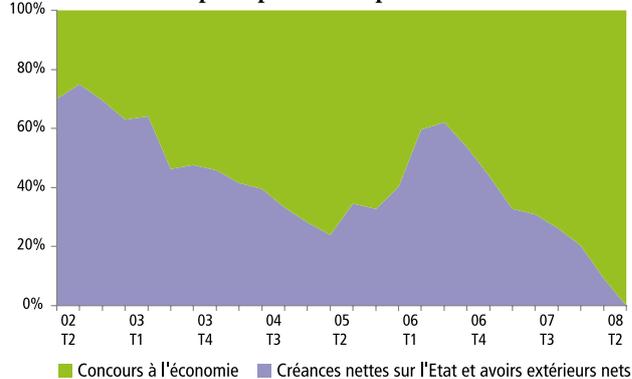
Graphique 4.10 : Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets (en %)



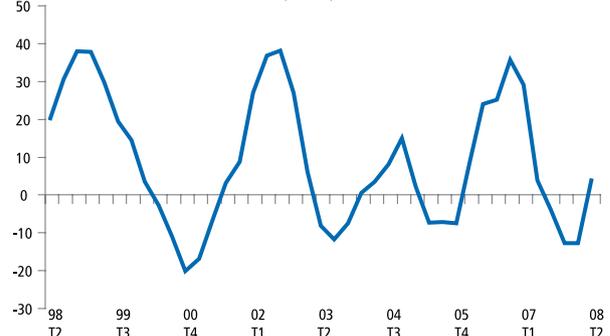
Graphique 4.11 : Evolution trimestrielle des créances nettes sur l'Etat (encours en milliards de DH)



Graphique 4.12 : Décomposition de la croissance de M3 par principales contreparties



Graphique 4.13 : Evolution annuelle des placements liquides (en%)



En revanche, l'encours des titres des OPCVM obligataires est revenu à 19,6 milliards en juillet 2008 contre 26,7 milliards au même mois de 2007, ramenant ainsi sa part dans le total des placements liquides de 60% à 40%. Cette évolution s'explique par le faible volume d'activité sur le marché des bons du Trésor.

S'agissant des titres des OPCVM actions et diversifiés, ils se sont accrus à des rythmes proches de 18% seulement au deuxième trimestre et en juillet, au lieu de 84% en moyenne en 2007 et ce, en raison du recul de la performance annuelle des cours sur la bourse de Casablanca.

4.1.3 Taux de change

Au terme du deuxième trimestre 2008 et par rapport au trimestre précédent, la monnaie nationale s'est appréciée, en moyenne, de 4% par rapport à la livre sterling, de 3,51% à l'égard du dollar, de près de 3% vis-à-vis du yen japonais et de 0,12% face au franc suisse. Elle s'est, en revanche, inscrite en baisse de 0,66% contre l'euro.

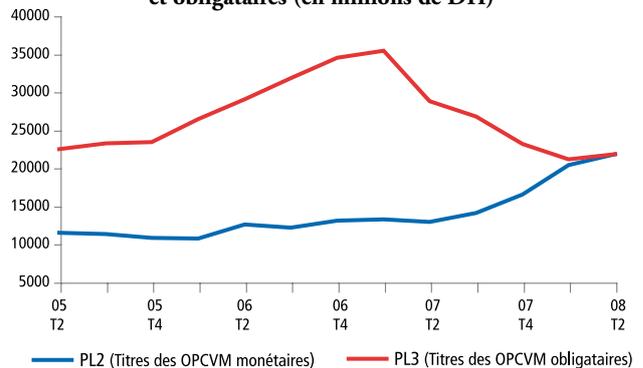
Cette évolution s'est inversée en juillet et août. La monnaie nationale s'est inscrite, en moyenne, en hausse de 0,25% à l'égard de l'euro et s'est dépréciée de 1,32% contre le dollar.

Pour sa part, le taux de change effectif nominal du dirham, calculé à partir des taux de change bilatéraux vis-à-vis des principaux partenaires du Maroc, s'est apprécié de 0,14% par rapport à son niveau du trimestre précédent et ce, en relation avec l'appréciation de dirhams vis-à-vis de certaines devises qui a compensé sa dépréciation contre l'euro. Dans le même temps, l'évolution défavorable du différentiel d'inflation s'est traduite par une hausse du taux de change effectif réel de 1,33% par rapport au dernier trimestre.

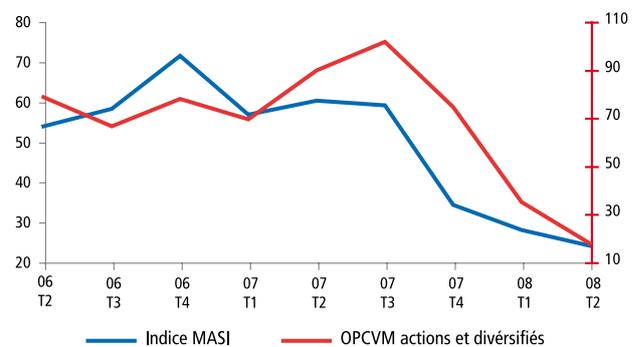
4.2. Prix des actifs

Au terme du deuxième trimestre 2008 et contrairement au trimestre précédent, l'indice MASI s'est inscrit en baisse de 3,4%, ramenant sa performance depuis le début de l'année à 11,8%.

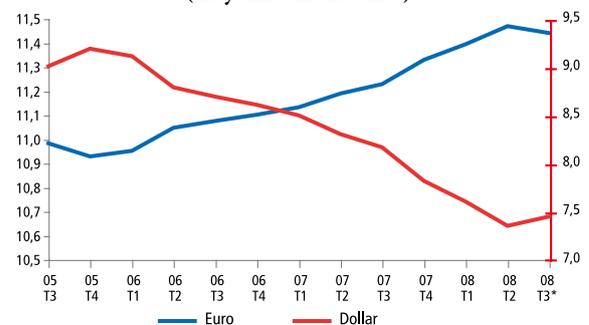
Graphique 4.14 : Evolution des titres des OPCVM monétaires et obligataires (en millions de DH)



Graphique 4.15 : PL4 et Masi (glissement annuel en%)

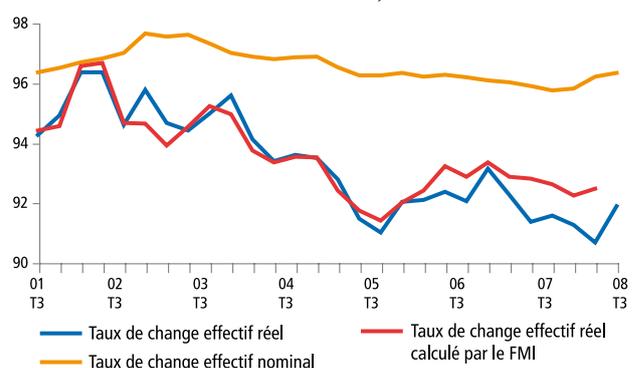


Graphique 4.16 : Taux de change du dirham (moyennes mensuelles)



* Le troisième trimestre 2008 correspond à la moyenne arithmétique des données des mois de juillet et août

Graphique 4.17 : Taux de change effectif nominal et réel (Base 100 en 2000)



Source : Calculs de BAM et du FMI

Cette progression annuelle demeure largement en dessous de celle réalisée par l'indice à la même période au cours des années 2006 et 2007 durant lesquelles elle s'était située respectivement à 29,5% et 21%. De même, l'indice du secteur immobilier a affiché une contre-performance de 0,3%. A l'issue des mois de juillet et d'août, la tendance à la baisse des deux indices s'est poursuivie avec des diminutions respectives de 1,4% et de 0,2%.

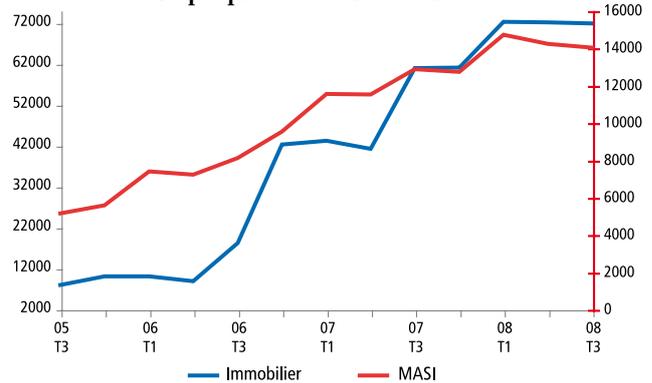
Pour sa part, le volume des transactions a accusé une baisse sensible de l'ordre de 39,1%, s'établissant à 41,2 milliards de dirhams. Au terme des deux premiers mois du troisième trimestre 2008, le chiffre d'affaires boursier est resté relativement modeste avec un volume global de l'ordre de 29 milliards.

La capitalisation boursière a également marqué un repli de 2,7%, se limitant à 660,8 milliards de dirhams. Par ailleurs, l'introduction au cours du trimestre précédent de trois nouvelles sociétés en bourse a porté à fin juin le nombre de valeurs cotées à 78. A l'issue du mois d'août, la capitalisation boursière s'est légèrement redressée pour s'établir à 662,5 milliards de dirhams.

Quant au PER de la place de Casablanca, il est revenu de 21,2 à 20,1 d'un trimestre à l'autre, en liaison notamment avec la correction des cours boursiers. Ce niveau reste néanmoins toujours élevé par rapport à celui enregistré par d'autres places boursières.

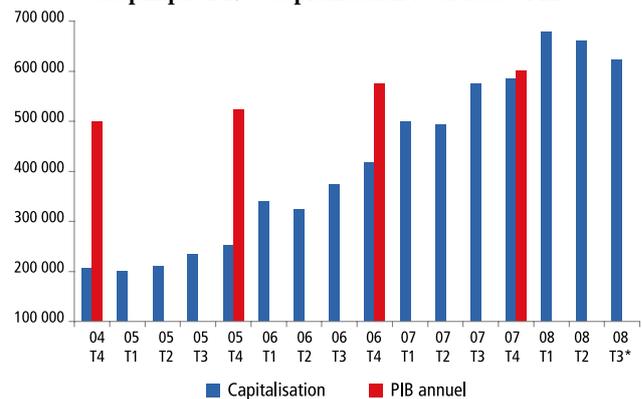
Pour ce qui est des actifs immobiliers, le recoupement des informations parcellaires recueillies laisse indiquer que les prix de cette catégorie d'actifs se maintiennent à un niveau élevé. La persistance d'une demande solide de logements, de types social et haut standing et le niveau élevé de la concurrence interbancaire sur le prêt habitat, devenu un produit d'appel et de fidélisation de la clientèle des banques devraient, toute chose étant égale par ailleurs, maintenir le dynamisme au niveau de ce marché.

Graphique 4.18 : Indices boursiers*



* Le troisième trimestre 2008 est arrêté à fin août 2008

Graphique 4.19 : Capitalisation boursière / PIB



* Le troisième trimestre 2008 est arrêté le 19 septembre 2008

Tableau 4.4 : Valorisation du marché (PER) des actions

	07:T2	07:T3	07:T4	08:T1	08:T2
Bourse de Casablanca	20,5	22,9	22,2	21,2	20,1
Euro stoxx 50	13,6	12,9	12,5	10,5	11,14

PER : Price Earnings Ratio
Sources : Bloomberg et CFG

Compte tenu des risques habituels liés au développement de ce marché, Bank Al-Maghrib a contribué à la mise en place en mai dernier, d'un code d'éthique pour favoriser un financement sain du marché immobilier (voir Encadré 4.2).

Encadré 4.2 : Principales dispositions du code d'éthique relatif au financement des actifs immobiliers adopté en mai 2008

En vue d'assurer un développement du financement du marché immobilier sur des bases saines et solides, les établissements de crédit ont convenu, en concertation avec Bank Al-Maghrib, de se doter d'un code d'éthique relatif au financement de l'immobilier.

Les règles et principes éthiques que les établissements de crédit doivent observer en vue de garantir un financement sain et approprié des actifs immobiliers s'articulent autour des axes suivants :

- Information banques-clientèle : les banques doivent s'informer sur la situation notamment financière, patrimoniale et professionnelle de leurs clients, leurs besoins et leurs contraintes et doivent veiller à ce que la clientèle soit informée de manière transparente et fidèle sur les services et produits offerts ;
- Conformité avec les conditions de financement des actifs immobiliers, aussi bien des crédits octroyés pour l'acquisition de logements que des crédits octroyés pour la promotion immobilière. A ce titre, les établissements de crédit doivent respecter la directive édictée par Bank Al-Maghrib relative aux éléments minimums devant être requis dans le cadre de l'instruction des dossiers de crédit et s'assurer que leurs financements ne sont pas accordés pour l'acquisition de logements économiques par des clients non agréés, l'acquisition de plusieurs logements économiques par un seul client ou l'achat de terrains dans un but spéculatif.
- La publicité, la communication et le respect des bonnes pratiques de la concurrence, en veillant à se conformer à une présentation publicitaire des produits de financement de leurs conditions tarifaires donnant une image honnête et fidèle.
- La diffusion du code d'éthique par les établissements de crédit auprès de leurs collaborateurs et de leurs filiales opérant dans le marché immobilier, en veillant à son respect.
- La constitution d'un comité de suivi, composé des représentants de Bank Al-Maghrib et du GPBM, qui veillera à l'application et à l'amélioration des dispositions de ce code.

5. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

Sous l'effet de l'intensification des pressions sur les prix, émanant tant des facteurs externes qu'internes, l'inflation s'est établie à 5,1% en juillet 2008, en glissement annuel, au lieu de 4,7% en juin et de 5,4% en mai. Cette accélération est attribuable à l'augmentation des prix des produits frais, à la poursuite des tensions sur les prix des produits alimentaires de base et à l'augmentation des prix de certains carburants. Pour sa part, l'inflation sous-jacente continue à afficher des taux élevés, mais laisse apparaître un léger mouvement de ralentissement, en se situant à 4,7% au lieu de 4,8% en juin et 4,9% en mai. La décomposition de l'inflation par nature de produits révèle une poursuite de l'effet de diffusion des prix des échangeables vers ceux des non-échangeables, en particulier les services, à un rythme relativement stable pendant les quatre derniers mois. Les pressions sur les prix sont également perceptibles au niveau des prix à la production industrielle, l'indice des industries manufacturières ayant augmenté de 28,2%, après une hausse de 26,5% enregistrée en juin. En effet, et compte tenu de l'augmentation des prix à l'importation, les coûts des intrants des entreprises manufacturières ont enregistré une forte hausse qui s'est répercutée sur les prix à la production industrielle, notamment dans l'industrie du raffinage et les industries alimentaire, chimique et métallurgique.

5.1 Evolution de l'inflation

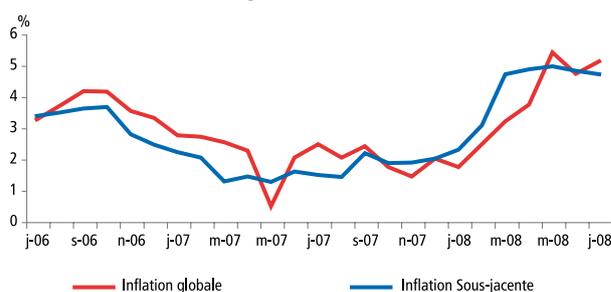
En dépit des signes d'accalmie des prix des produits alimentaires de base en juillet 2008, l'inflation a atteint un niveau élevé en glissement annuel, la hausse de l'indice du coût de la vie s'étant située à 5,1% au lieu de 4,7% en juin et 5,4% en mai. Les produits frais qui constituent 20,1% du panier de l'indice ont participé à hauteur d'environ 1,5 point de pourcentage à l'inflation. De son côté, la contribution des produits alimentaires de base, qui représentent 15,2% du panier de l'ICV, s'est établie à plus de 2,3 points, tandis que celle du transport privé a avoisiné 0,2 point. Pour sa part, l'indicateur d'inflation sous-jacente, calculé par BAM, a enregistré une progression de 4,7% au lieu de 4,8% en juin.

L'écart entre l'inflation globale et l'inflation sous-jacente s'est établi à 0,4 point de pourcentage, en raison notamment de l'augmentation de 6,5% des prix des produits frais au lieu de 4,9% un mois auparavant.

En effet, les prix des légumes et des fruits frais se sont accrus de 9,2% et 7,2% au lieu de 3,6% et 5,3%, respectivement. La hausse des rythmes d'accroissement des prix de ces produits est due principalement à l'effet de base résultant des baisses importantes enregistrées en juillet 2007.

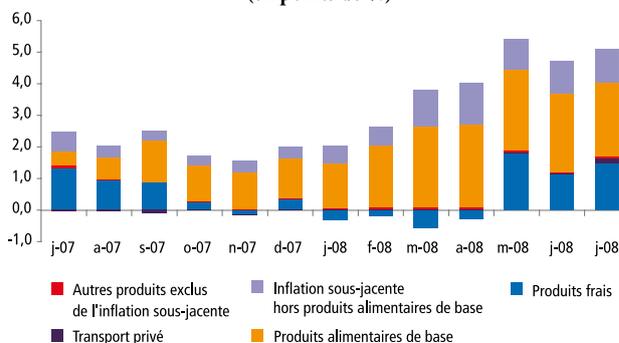
De même, les tarifs du transport privé, dont l'évolution dépend de celle des carburants, ont enregistré une hausse de 6,1% au lieu de 0,5% en juin, du fait notamment du relèvement des prix internes de certains types de carburants,

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



Sources : HCP et calculs BAM

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



Sources : HCP et calculs BAM

en particulier l'essence super qui entre dans la composition de l'indice du transport. Le cours du baril du Brent observé sur les marchés internationaux a, en effet, dépassé 130 dollars en juillet, soit un prix largement supérieur aux hypothèses de la Loi des finances 2008.

Par ailleurs, le rythme de progression des prix des produits alimentaires de base, bien qu'en légère décélération de 18,2% à 17,1%, demeure important. Ceci contribue à maintenir l'inflation sous-jacente et l'inflation globale à des niveaux élevés. De fait, l'accalmie des prix observée sur les marchés internationaux de certains produits alimentaires ne s'est pas encore totalement reflétée au niveau des prix internes, la majorité des contrats d'importation étant conclus à l'avance et ne tiennent pas compte des évolutions récentes des prix sur les marchés internationaux.

5.2 Biens et services

La décomposition de l'inflation par nature de produits a fait ressortir une relative atténuation du rythme d'accroissement, en glissement annuel, des prix des biens transformés, revenant de 4,5% en juin à 4,2% en juillet. Cette évolution résulte, essentiellement, de la décélération observée au niveau des prix de certains produits alimentaires de base, notamment les produits laitiers (de 6,9% à 4,5%) et les corps gras (de 24,3% à 22,2%).

S'agissant des prix des « biens non transformés et autres », ils ont enregistré, en revanche, des hausses importantes (de 8,5% à 9,8%) suite, principalement, aux augmentations de prix qu'ont connues certains produits frais, le poisson, les fruits et les légumes, en particulier.

Par ailleurs, le rythme de progression des prix des services hors transport privé s'est stabilisé autour de 1,4% et ce, pour le quatrième mois consécutif depuis avril 2008. Cette évolution traduit, d'une part, une accélération des prix des rubriques « consultations médicales » et « restaurants, cafés et hôtels » et d'autre part, une décélération des tarifs relatifs aux rubriques « communication », « enseignement » et « entretien et réparations ».

La poursuite de l'atténuation du rythme d'évolution des prix des biens transformés et la stabilité

Tableau 5.1 : L'inflation et ses composantes

	Variation mensuelle (%)			Glissement annuel (%)		
	mai 08	juin 08	juil 08	mai 08	juin 08	juil 08
Inflation globale	0,9	-0,3	0,2	5,4	4,7	5,1
- Produits frais	4,6	-2,1	-0,5	8,0	4,9	6,5
- Transport privé	0,1	0,0	5,6	0,5	0,5	6,1
- Autres produits exclus de l'inflation sous-jacente	0,0	0,0	0,1	0,8	0,8	1,0
Inflation Sous-jacente	0,2	0,2	0,1	4,9	4,8	4,7
dont:						
- Produits alimentaires de base	0,3	0,2	-0,1	19,4	18,2	17,1
- Autres produits alimentaires	0,3	0,9	1,0	1,9	2,7	3,7
- Habillement	-0,1	0,1	0,1	1,6	1,5	1,6
- Habitation	0,1	0,1	0,1	0,7	0,7	0,7
- Equipement	0,1	0,3	0,4	2,7	2,9	2,8
- Soins médicaux	0,0	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3
- Transport en commun et communication	0,0	0,0	0,0	1,9	2,0	1,9
- Loisirs et cultures	0,1	0,0	0,1	1,9	1,9	1,8
- Autres biens et services	0,2	0,1	0,2	2,6	2,5	2,5

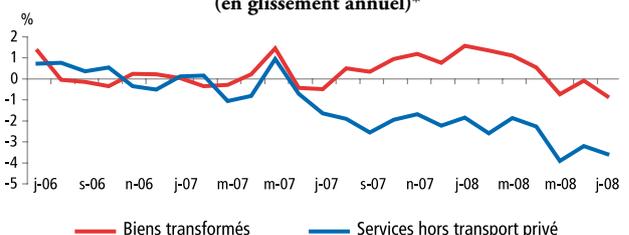
Sources : HCP et calculs BAM

Tableau 5.2 : Indices des prix des biens et services

	Evolution en variation mensuelle (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	mai 08	juin 08	juil 08	mai 08	juin 08	juil 08
Biens transformés	0,3	0,2	0,0	4,6	4,5	4,2
Biens non transformés et autres	3,1	-1,4	-0,2	11,0	8,5	9,8
Services hors transport privé	0,1	0,1	0,1	1,4	1,4	1,4
Transport privé	0,1	0,0	5,6	0,5	0,5	6,1

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

Sources : HCP et calculs BAM

de l'évolution des prix des services hors transport privé ont permis de rétrécir davantage l'écart relatif entre les deux indices. Il était de l'ordre de 3,2 points de pourcentage en mai avant de revenir à 3,1 points en juin puis à 2,7 points en juillet 2008.

Cet écart pourrait se réduire davantage à partir du quatrième trimestre de l'année, sous l'effet des revalorisations salariales qui impactent plus les prix des services que ceux des biens.

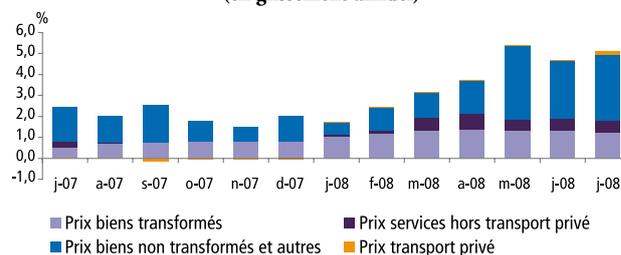
La contribution globale des biens transformés et non transformés à l'inflation globale en glissement annuel a été de l'ordre de 4,1 points en juin et de 4,3 points en juillet. Pour leur part, les services, y compris le transport privé, ont contribué à l'inflation globale à hauteur de 0,6 point en juin et de 0,7 point en juillet.

5.3 Biens échangeables et non échangeables

Après avoir connu un ralentissement de 8,9% en mai à 7,4% en juin, les prix des biens échangeables ont renoué avec le mouvement d'accélération en augmentant de 8,1% en juillet. Ainsi, la contribution des prix des biens échangeables à l'inflation a été de l'ordre de 3,5 points de pourcentage. Etant donné que les prix des produits de base ont vu leur rythme d'évolution s'atténuer en juillet, l'essentiel de l'accélération des prix des biens échangeables est attribuable à l'effet de base qui a impacté à la hausse certains produits frais, en particulier les fruits et les légumes.

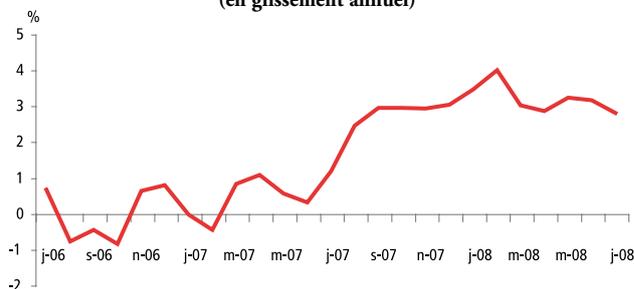
La hausse de l'inflation est également tirée, mais dans une moindre mesure, par le secteur des biens non échangeables dont les prix ont augmenté de 2,7% au lieu de 2,4% le mois précédent, contribuant ainsi à hauteur de 1,6 point de pourcentage à l'inflation globale. En effet, le taux d'accroissement des prix dans le secteur des biens non échangeables a été maintenu à 1,6%, soit presque le même rythme de progression que celui des deux mois précédents. En dépit de cette stabilisation, on observe un effet de diffusion vers les prix des non échangeables, surtout au niveau de certains services tels que « restaurants, cafés et hôtels », « consultation médicale » et « transport privé ». Toutefois, l'effet de ces hausses a été atténué par

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



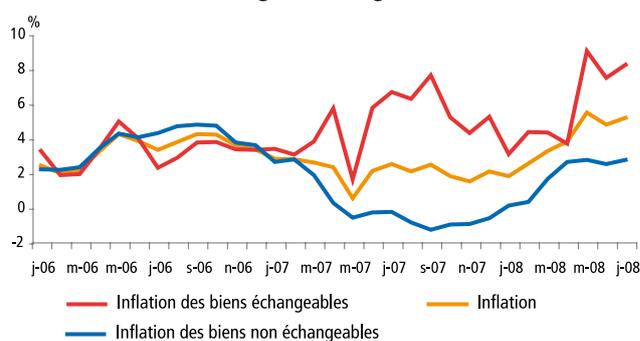
Sources : HCP et calculs BAM

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



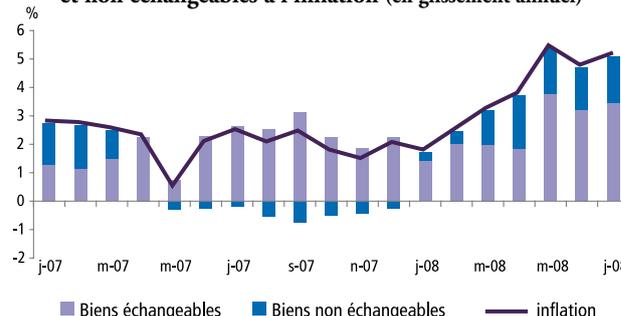
(* Ecart entre le taux d'inflation des biens transformés et celui des services hors transport privé Sources : HCP et calculs BAM

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



Sources : HCP et calculs BAM

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



Sources : HCP et calculs BAM

la stagnation du taux d'accroissement des prix des viandes et la décélération qu'ont connue les tarifs des communications.

A la lumière des évolutions récentes, aussi bien les prix dans le secteur des biens échangeables que celui des non-échangeables demeurent tributaires des incertitudes liées aux tensions sur les cours du pétrole et des produits alimentaires de base, ainsi que de l'effet des revalorisations salariales entrées en vigueur à partir de juillet 2008.

5.4 Indice des prix à la production industrielle

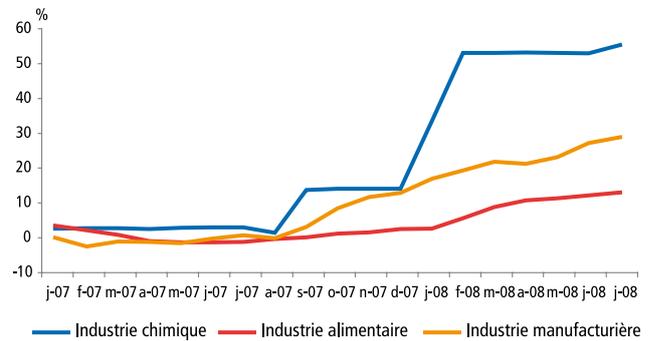
Les pressions inflationnistes induites par les coûts sont très perceptibles au niveau des prix à la production industrielle. En effet, l'indice des prix des industries manufacturières, a enregistré en juillet 2008 une forte hausse de 28,2%, après celle de 26,5% le mois précédent. Cette évolution s'explique en grande partie par l'augmentation 64,4% des cours de raffinage de pétrole, sous l'effet de la poussée de 73,4% des cours du baril de Brent sur les marchés internationaux, contribuant ainsi à hauteur de plus de 17 points de pourcentage à la progression de l'indice global.

A ce titre, les anticipations des opérateurs du marché laissent présager une baisse des prix futurs du baril de Brent. De fait, le ralentissement de l'activité économique prévu durant le quatrième trimestre de l'année en cours pourrait affecter à la baisse la consommation énergétique des pays industrialisés.

Compte non tenu des activités de raffinage, les prix à la production des industries manufacturières ont également enregistré une augmentation, de 14% à 14,8%, du rythme d'accroissement. Ceci reflète les hausses significatives qu'ont connues les coûts de production dans la majorité des branches industrielles.

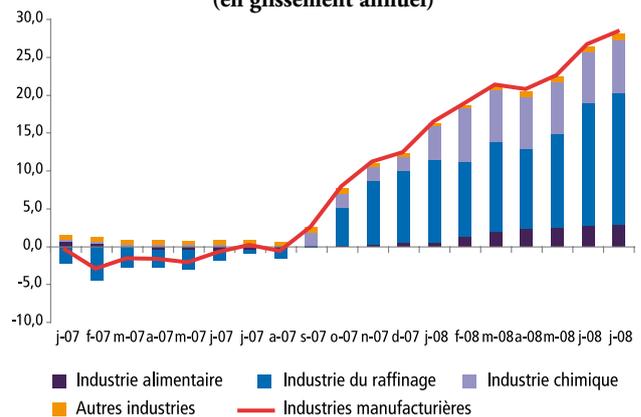
Ainsi, la progression des prix dans les industries alimentaires est passée de 11,5% en juin à 12,3%, contribuant ainsi à hauteur de 2,9 points de pourcentage à la hausse de l'indice manufacturier. La relative accalmie de la flambée des cours mondiaux des produits agricoles de base ne s'est pas encore faite ressentir au niveau des prix sortie usine.

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



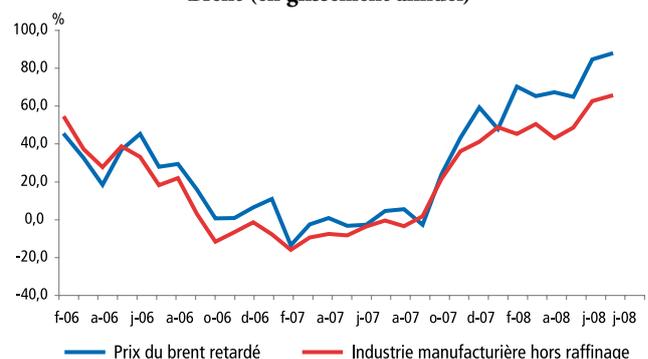
Source : HCP

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



Sources : HCP et calculs BAM

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



Sources : FMI, HCP et calculs BAM

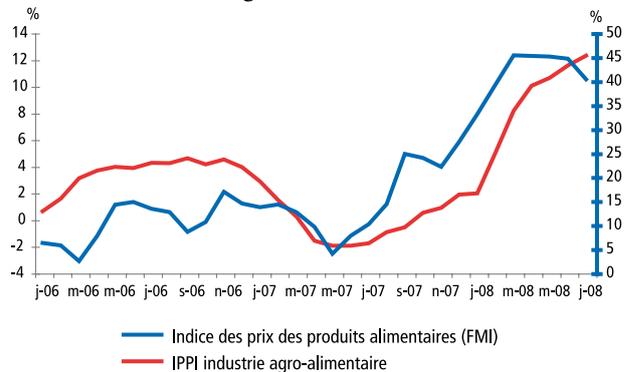
Dans le même temps, la poursuite de l’envolée des prix des intrants chimiques et du pétrole, a impacté la branche chimique dont les prix ont cru de 54,6% au lieu de 52,2% en juin et ont contribué ainsi à hauteur de 7 points de pourcentage à la hausse de l’indice de référence.

Parallèlement, la hausse des coûts de production dans la métallurgie est passée de 7,3% à 9,9%, tandis que celle relative au travail des métaux s’est établie à 9%, soit le même taux enregistré un mois auparavant. Cette évolution a pour origine la flambée des prix de l’aluminium, du cuivre et du zinc.

Toutefois, les cotations sur les marchés à terme de ces métaux laissent entrevoir un fort recul des prix à court terme, la contraction de la demande induite par le ralentissement prévu de l’activité et l’expansion de l’offre de ces métaux étant autant de facteurs susceptibles de faire baisser les prix. En revanche, les prix à la production dans l’industrie textile ont accusé une baisse de 0,2%, après celle de 0,7% en juin.

Les résultats de l’enquête de conjoncture de BAM du mois de juillet confirment la poursuite de la tendance récente des prix à la production industrielle, les perspectives des chefs d’entreprises en termes d’évolution des prix des produits finis demeurant orientées à la hausse pour les trois mois à venir.

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



Sources : FMI, HCP et calculs BAM

6. PERSPECTIVES DE L'INFLATION

Cette section présente l'évolution de l'inflation jugée la plus probable (prévision centrale) au cours des six prochains trimestres et examine les principaux risques qui lui sont associés (balance des risques). Le scénario de la prévision centrale est donc conditionné par les hypothèses et les évolutions envisagées pour une série de variables affectant l'activité et l'inflation. Sous l'hypothèse de non matérialisation des principaux facteurs de risque identifiés, la prévision centrale de l'évolution de l'inflation à l'horizon des six prochains trimestres se situe en moyenne à 3,8%. Au terme de l'année 2008, l'inflation devrait atteindre 3,9%, niveau supérieur à la prévision présentée dans le dernier Rapport sur la politique monétaire (2,7%), tandis que l'année 2009 connaîtrait une inflation moyenne de l'ordre de 3,6%. Pour le troisième trimestre de l'année 2008, nous anticipons un rebond de l'inflation de l'ordre de 4,6%, essentiellement tirée par la hausse des prix des produits alimentaires et des produits énergétiques. Ce rythme soutenu d'augmentation des prix devrait se poursuivre jusqu'au quatrième trimestre de l'année en cours avec une prévision centrale de l'inflation de 4,2%. Comparée au précédent Rapport, la prévision d'inflation a été revue à la hausse compte tenu de la matérialisation de certains risques au cours de ces derniers mois. Pour les prochains trimestres, les risques et l'incertitude entourant la prévision centrale de l'inflation restent toujours orientés à la hausse. Au plan externe, ils sont liés à l'évolution future des prix des hydrocarbures et de ceux des produits et matières premières agricoles. Au plan interne, ils découlent des incertitudes sur les changements qui seront apportés à la gamme des produits pétroliers subventionnés, au rythme de progression des crédits qui demeure élevé, 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'économie mondiale traverse actuellement une phase critique, caractérisée par un net repli de l'activité tant dans les pays émergents que dans les économies développées. Pour la deuxième fois cet été, les prévisions de croissance pour les principales zones économiques, à l'exception des Etats-Unis, ont été revues à la baisse par la majorité des institutions internationales pour l'année 2008. Ainsi, l'OCDE table désormais sur une croissance de l'ordre de 1,3% pour la zone euro et de 1,8% pour les Etats-Unis, au lieu de 1,7% et 1,2% précédemment. Une légère reprise est cependant anticipée pour l'année à venir.

Le relatif optimisme concernant les Etats-Unis s'explique en majeure partie par les dernières incitations fiscales accordées par l'Administration américaine, entretenant par là le dynamisme de la demande intérieure, mais aussi par les bons résultats du commerce extérieur du fait de la faiblesse du dollar. Cependant, le resserrement du crédit, ainsi que la persistance des difficultés du système financier et ses effets macroéconomiques sont autant d'indicateurs laissant entrevoir des risques pesant sur la vigueur des dépenses de consommation des ménages américains.

S'agissant de la zone euro, et à l'instar des Etats-Unis, l'actuelle crise du marché immobilier s'est

traduite par une diminution des prix, par une relative stabilisation de l'activité du secteur des BTP, ainsi que par un durcissement des conditions d'octroi des crédits. De plus, les pays européens subissent actuellement les effets de la crise financière découlant de la titrisation du crédit hypothécaire à risque ; une crise qui se traduit principalement par des pertes conséquentes enregistrées par les banques commerciales.

Etant donné ces récentes évolutions, nous retenons comme scénario central un taux de croissance de nos principaux pays partenaires (Allemagne, Espagne, France et Italie) de 1,1% en 2008 et 1,3% en 2009, ce qui constitue un net ralentissement par rapport à la prévision du précédent RPM où nous avons retenu une hypothèse de croissance de 1,6%, la prévision pour 2009 restant inchangée. Il est à noter que ce taux de croissance est calculé sur la base d'une moyenne pondérée des taux de croissance de nos principaux partenaires.

Les principales causes sous-tendant la faiblesse de la croissance de nos principaux partenaires commerciaux incluent également le niveau élevé observé au niveau des prix des matières premières et de l'énergie sur les marchés internationaux, affectant l'inflation dans tous ces pays. Ainsi, les taux d'inflation sous-jacente ont augmenté de manière graduelle mais constante ces deux dernières années et l'inflation globale est en hausse, s'établissant à 3,8% pour le mois d'août de cette année.

Depuis le dernier Rapport de Politique Monétaire, le rythme de croissance des prix internationaux des principales matières premières s'est ralenti, toutefois à un rythme largement inférieur à celui prévu en juin dernier. En dépit de la baisse de l'activité mondiale et des craintes de récession dans certains pays, tel que reflété par la récente détente enregistrée sur les cours des principales matières premières, le taux d'accroissement des prix à l'import du Maroc pour l'année en cours se situerait à un niveau élevé. Le rythme d'augmentation devrait toutefois ralentir en 2009. Globalement, les tensions inflationnistes émanant des prix à l'import restent à des niveaux très élevés.

6.1.2 Environnement national

L'hypothèse d'une production céréalière de 50 millions de quintaux, retenue dans le cadre du dernier Rapport sur la politique monétaire, s'est confirmée suite à la publication par le Ministère de l'agriculture des résultats définitifs de la production céréalière 2007-2008. Ces chiffres font état d'une production de l'ordre de 51 millions de quintaux, un rendement inférieur au niveau jugé moyen de 60 millions de quintaux, représentant plus du double de la récolte 2006-2007. La valeur ajoutée agricole a en conséquence enregistré une progression de 10,2%, puis de 9,6%, au cours du premier et deuxième trimestre de l'année en cours. 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 positif au cours des deux derniers trimestres de 2008, mais aussi au cours de l'année prochaine, une évolution attribuable en grande partie aux productions agricoles retenues comme hypothèses dans notre scénario central. 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 activités non agricoles ont été à la source de l'amélioration du taux de chômage au niveau national, qui est passé de 9,4% au cours du premier trimestre de l'année en cours à 9,1% au deuxième trimestre (données en glissement annuel). Ainsi, les créations d'emplois ont principalement concerné le milieu urbain et plus spécialement le secteur des

services et le BTP. Le milieu rural réalise quant à lui une contre-performance avec une hausse du chômage atteignant 3,9%, contre 3,4% un an auparavant. Sous l'hypothèse d'une campagne agricole moyenne en 2008-2009, nous anticipons un raffermissement de l'offre de travail qui bénéficiera immanquablement de la reprise escomptée de l'activité du secteur agricole laissant ainsi entrevoir de meilleures perspectives pour le restant de l'année 2008 et début 2009 (du moins en ce qui concerne l'emploi rural) ; à terme, cette amélioration serait toutefois à même d'induire des pressions inflationnistes additionnelles du fait du renchérissement du coût de la main d'œuvre.

L'Indice Trimestriel des Salaires, calculé par le HCP sur la base des données de la CNSS (secteur privé), indique une hausse des salaires réels de l'ordre de 5% au premier trimestre de cette année, après une baisse sensible de 3,5% enregistrée au quatrième trimestre de l'année 2007. Suite à la décision du Gouvernement d'augmenter le SMIG, nous prenons donc comme hypothèse, pour l'actuel exercice de prévision, deux hausses de 5% du SMIG intervenant en juillet de l'année en cours et en juillet de l'année 2009. On notera que l'impact de la réévaluation du SMIG sur le niveau moyen des salaires et sur l'inflation est significatif et durable, comme le montre une étude dont les résultats ont été publiés dans le RPM du mois de juin 2008.

Les tensions enregistrées sur les marchés internationaux de produits pétroliers se sont légèrement dissipées au début de cet été, suite à la multiplication d'indices pointant vers une diminution de la consommation dans la majeure partie des zones géographiques. Ainsi, les prix du pétrole ont diminué de presque 40 dollars pour descendre en-dessous de la barre des 105\$ au cours de la première semaine de septembre. Bien que les marges de manœuvre des pays producteurs, en termes de capacités inutilisées, soient très étroites tel que reflété par l'analyse de l'offre et de la demande mondiale en produits pétroliers, les récents troubles géopolitiques en Géorgie et les aléas climatiques n'ont pas été en mesure de relancer les prix du pétrole vers des niveaux similaires à ceux enregistrés en début d'été. La relative insensibilité des prix à ces chocs s'explique largement par la récession mondiale, mais aussi par l'évolution de la parité du dollar par rapport à l'euro. Cependant, la poursuite des tensions sur les prix du pétrole risque de se prolonger.

La majeure partie des institutions internationales spécialisées ont en effet ajusté leurs prévisions de prix à la hausse depuis le dernier RPM. Le FMI table désormais sur un prix moyen du baril (panier) plus élevé, avec 116,50\$ pour 2008 et 125\$ pour 2009.

Au Maroc, le gel du mécanisme d'indexation a jusqu'alors 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 était prévu d'y consacrer une enveloppe globale de 8,7 milliards de DH, 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 global alloué à la compensation, a depuis lors été augmenté par décret, de 14 milliards de DH¹. Les simulations de Bank Al-Maghrib, relatives aux charges de compensation pour l'année en cours, montrent que ces charges oscilleront entre 9,5 et 11 milliards de DHs pour les huit premiers mois de l'année 2008, concernant la seule composante Gasoil, soit entre 109,2% et 126,4% du montant budgétisé pour l'ensemble des produits pétroliers.

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. Cependant, le projet de refonte du système de compensation combiné à l'introduction du Gasoil 50 ppm laisse penser que les prix du gasoil à la pompe seront vraisemblablement ajustés à la hausse en 2009. La prévision centrale suppose ainsi une stagnation du prix du gasoil à la pompe en 2008 au niveau de 7,22 DH par litre, suivie par une hausse de l'ordre de 14% intervenant au premier trimestre de l'année 2009 équivalente à 1 DH/l, soit un prix de 8,22 DH par litre.

6.2 Prévision d'inflation et balance des risques

Il est à noter que Bank Al-Maghrib présente, dans le cadre de ce RPM, une prévision d'inflation à taux d'intérêt fixe (taux directeur fixe) sur 6 trimestres. Cette extension de l'horizon de prévision devrait permettre une meilleure visibilité de l'évolution future de l'inflation.

Dans l'hypothèse de non matérialisation des principaux risques discutés ci-après, la prévision centrale à l'horizon des six prochains trimestres laisse entrevoir un niveau de prix plus important que ceux qui ont été enregistré au cours des dernières années. Au terme de l'année 2008, l'inflation devrait très certainement s'établir à un niveau sensiblement supérieur à celui enregistré en 2007, passant de 2,1% à 3,9%. Comparé aux prévisions présentées dans le cadre du dernier Rapport sur la politique monétaire, l'inflation moyenne pour les deux derniers trimestres de l'année en cours a été revue à la hausse de 2,1% à 4,4%, de même que la prévision annuelle pour 2008 qui a été relevée de 2,7% à 3,9%. En ce qui concerne l'année 2009, la prévision centrale indique un taux d'inflation probable de l'ordre de 3,6%.

L'inflation augmentera donc de manière significative au cours du trimestre courant pour atteindre 4,6%, pour ensuite se situer à 4,2% au terme du quatrième trimestre de l'année 2008, essentiellement tirée en cela par la poursuite du processus graduel de répercussion de l'effet de diffusion du renchérissement du prix des biens échangeables vers les non-échangeables, principalement les services. Pour les quatre trimestres de l'année à venir, nous prévoyons un taux d'inflation de l'ordre de 4,1% (au lieu de 2,4% précédemment), 3,4%, 3,2% et enfin 3,5% ; des niveaux élevés qui s'expliqueraient en partie par un phénomène d'inflation importée (voir Tableau 6.1).

Tableau 6.1 : Prévision centrale de l'inflation pour 2008 T3 -2009 T4

	2008		2009				Moyenne	
	3 ^{ème} trim	4 ^{ème} trim	1 ^{er} trim	2 ^{ème} trim	3 ^{ème} trim	4 ^{ème} trim	2008	2009 HP*
Prévision centrale (%)	4,6	4,2	4,1	3,4	3,2	3,5	3,9	3,6 3,8

Prévisions BAM

*(HP) Horizon de prévision

Par rapport aux prévisions publiées dans le Rapport sur la politique monétaire de juin 2008, la prévision d'inflation pour les deux derniers trimestres de l'année en cours ont été revues à la hausse, respectivement de 2,5% à 4,6% et de 2,4% à 4,2%.

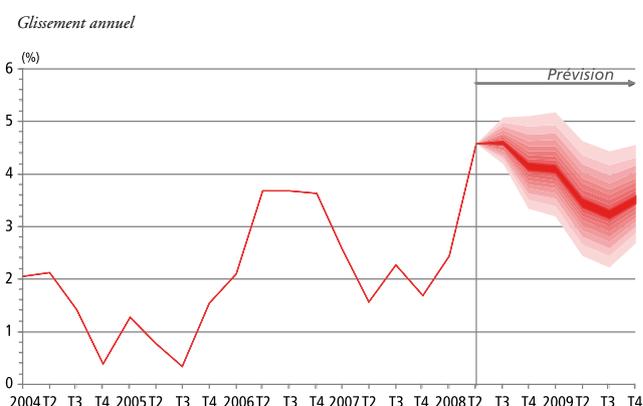
Ces prévisions sont développées en se basant sur des hypothèses considérées comme les plus probables. Cependant il existe plusieurs sources d'incer-

¹ Bulletin Officiel en date du 10 juillet 2008

titudes, 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 très légère asymétrie vers le haut impliquant l'existence d'une probabilité de hausse de l'inflation, par rapport à la prévision centrale.

Les incertitudes entourant l'évolution future d'un certain nombre de déterminants de l'inflation, ainsi que la nature des risques pouvant impacter ces évolutions, ont induit un fan chart d'une largeur supérieure aux représentations probabilistes présentées dans les précédents Rapports sur la politique monétaire. 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 matières premières agricoles ; une spécification incomplète des principaux axes de la future politique énergétique du Maroc ; ainsi qu'un niveau d'inflation plus élevé chez nos principaux partenaires commerciaux), et, d'autre part, des risques liés à l'environnement national : incertitudes sur la soutenabilité à moyen terme du système de compensation ; manque de visibilité quant aux réalisations des campagnes agricoles futures ; un rythme de progression élevé du crédit, bien qu'en ralentissement ; 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 : Fan chart des prévisions de l'inflation, 2008 T3 - 2009 T4 (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

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